

2018. 7. 30



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 240,000 원

현재주가 (7.27) 198,500 원

상승여력 20.9%

KOSPI 2,294.99pt

시가총액 183,544억원

발행주식수 9,247만주

유동주식비율 60.63%

외국인비중 40.20%

52주 최고/최저가 217,500원/170,000원

평균거래대금 509.1억원

주요주주(%)

SK 외 2 인 33.42

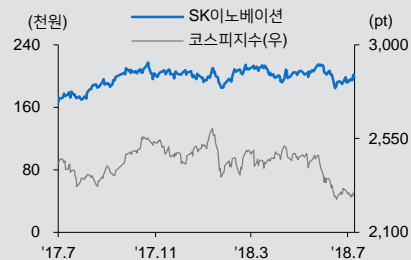
국민연금 9.71

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -2.0 0.3 13.8

상대주가 0.0 12.5 21.1

주가그래프



SK이노베이션 096770

정체된 이익

- ✓ 2Q18 영업이익 8,516억원을 기록, 시장 예상치에 부합하는 실적
- ✓ 2H18 영업이익 1.3조원(-27.5% YoY)을 추정, 이익 정체 구간 진입
- ✓ 하반기 자사주 취득과 배당모멘텀을 비롯한 주주 친화정책 모멘텀 유효
- ✓ 중간 배당금 1,600원을 포함한 연간 배당금은 8,000원으로 전년과 유사할 전망
- ✓ 연간 배당수익률 4%에 육박하는 점 감안해 투자의견 Buy와 적정주가 24만원 제시

2Q18 영업이익 8,516억원 기록: 재고이익과 환이익 증가

2Q18 영업이익은 8,516억원(정유 5,334억원, 화학 2,377억원, 윤활기유 1,261억원, 석유개발 593억원, 소재 -1,029억원)을 기록했다. 당분기 실시한 정기보수에 따른 기회손실 770억원(석유 300억원, 화학 470억원)이 포함되었다. 사업부별 분기 이익 흐름은 석유 개선, 화학 하락, 윤활유 유사, 광구 개선이다. 정유 이익 개선은 유가 상승폭 확대에 따른 재고이익(2,320억원) 증가가 정체마진 하락(-14.1% QoQ)을 상쇄시켰다. 화학사업부는 역내 다운스트림 정기보수에 따른 기초유분 약세와 역외 물량 유입에 따른 가격 약세로 스프레드가 축소되었다. 윤활기유는 정기보수를 마친 설비들의 가동을 회복으로 공급 증가에 따라 가격이 약세 전환되었다.

둔화된 이익 모멘텀: 단 정체마진은 바닥을 통과

상반기 부진했던 정체마진은 현재 6달러/배럴 수준으로 반등, 수익성은 회복 중이다. 또한 중국 Teapot 가동을 하락은 구조적인 이슈로 판단, 정유업 펀더멘털은 강화될 전망이다. 가동을 50%로 하락한 중국 Teapot은 (1) 중국 정부의 세무조사 강화, (2) 보조금 축소에 따른 파산신청 설비 수 증가가 예상, 국내 정유업종에 긍정적이다. 단, 동사의 2H18 영업이익 1.3조원(-28% YoY), 18년 연간 이익 2.8조원(-11% YoY)을 추정하며 이익 모멘텀 둔화가 불가피하다. 하반기 유가 변동성 축소에 따라 마진 개선 효과가 상쇄되기 때문이다.

주주 친화정책에 주목해야, 18년 연간 배당수익률 4%

동사에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 24만원을 유지한다. 이는 (1) 적극적인 주주 환원정책(자사주 취득과 4% 수준의 배당수익률), (2) 유가 회복에 따른 광구 자산가치 부각, (3) 전기차 배터리/분리막 수주 모멘텀을 근거로 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
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	49,394.2	2,874.8	1,965.6	21,126	-5.6	200,918	9.4	1.0	5.4	10.6	70.2
2019E	52,102.7	3,013.1	2,298.1	24,745	17.1	217,910	8.0	0.9	5.6	11.7	78.0
2020E	54,349.0	3,185.0	2,478.1	26,691	7.9	236,822	7.4	0.8	5.1	11.6	69.1

표1 SK이노베이션 2Q18 실적 Review

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	메리츠 추정치	(% diff.)
매출액	13,438.0	10,541.3	27.5%	12,166.1	10.5%	12,977.1	3.6%	12,469.6	7.8%
영업이익	851.6	419.2	103.2%	711.6	19.7%	851.3	0.0%	801.6	6.2%
순이익	499.2	278.4	79.3%	458.3	8.9%	615.4	-18.9%	606.5	-17.7%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 SK이노베이션 사업부문별 실적 Table

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	11,387.1	10,561.1	11,758.9	12,553.9	12,166.1	13,438.0	12,002.8	11,787.3	46,260.9	49,394.2	52,102.7
석유	8,063.6	7,387.6	8,428.5	9,457.1	8,687.3	9,772.7	8,220.7	8,005.0	33,336.8	34,685.6	37,763.6
화학	2,333.3	2,164.2	2,291.7	2,550.0	2,439.0	2,531.6	2,583.6	2,568.4	9,339.2	10,122.6	9,886.7
루브리컨츠	728.6	756.8	750.1	811.9	779.8	817.9	792.8	768.3	3,047.4	3,158.8	2,926.2
석유개발	176.5	135.5	150.1	173.7	157.2	184.9	221.3	241.1	635.8	804.5	835.1
기타	85.1	116.9	138.5	126.8	102.8	130.9	184.3	204.6	467.3	622.6	691.1
영업이익	1,004.3	421.2	963.6	845.3	711.6	851.6	629.1	682.5	3,234.4	2,874.8	3,013.0
%OP	8.8%	4.0%	8.2%	6.7%	5.8%	6.3%	5.2%	5.8%	7.0%	5.8%	5.8%
석유	453.9	12.5	526.4	509.3	325.4	533.4	285.1	341.6	1,502.1	1,485.4	1,611.0
화학	454.7	333.7	326.0	262.8	284.8	237.7	198.2	184.8	1,377.2	905.5	879.4
루브리컨츠	94.9	120.2	144.1	145.7	128.6	126.1	136.1	125.4	504.9	516.3	430.0
석유개발	57.3	35.2	44.7	51.2	44.8	59.3	68.6	67.5	188.4	240.2	238.2
기타	-56.5	-80.4	-77.6	-123.8	-72.0	-104.9	-59.0	-36.8	-338.3	-272.7	-145.6
세전이익	1,163.0	433.2	977.2	666.2	678.3	738.6	661.3	715.6	3,239.5	2,793.8	3,134.1
순이익(지배)	847.0	278.4	682.8	295.5	458.3	499.2	480.8	527.3	2,103.8	1,965.6	2,299.5
% YoY											
매출액	20.4%	2.7%	21.2%	30.2%	6.8%	27.2%	2.1%	-6.1%	17.1%	6.8%	5.5%
영업이익	18.9%	-62.4%	132.3%	-0.5%	-29.1%	103.2%	-34.7%	-19.3%	0.2%	-11.1%	4.8%
세전이익	57.2%	-51.9%	126.8%	88.2%	-41.7%	70.5%	-32.3%	7.4%	33.7%	-13.8%	12.2%
순이익(지배)	52.4%	-54.5%	89.7%	152.9%	-45.9%	79.3%	-29.6%	78.4%	25.9%	-6.6%	17.0%
% QoQ											
매출액	13.0%	-7.3%	11.3%	11.6%	-3.1%	10.5%	-10.7%	-1.8%			
영업이익	18.3%	-58.1%	128.8%	-12.3%	-15.8%	19.7%	-26.1%	8.5%			
세전이익	231.0%	-62.8%	125.6%	-32.3%	1.8%	8.9%	-10.5%	8.2%			
순이익(지배)	488.0%	-67.1%	145.3%	-46.6%	55.1%	8.9%	-3.7%	9.7%			

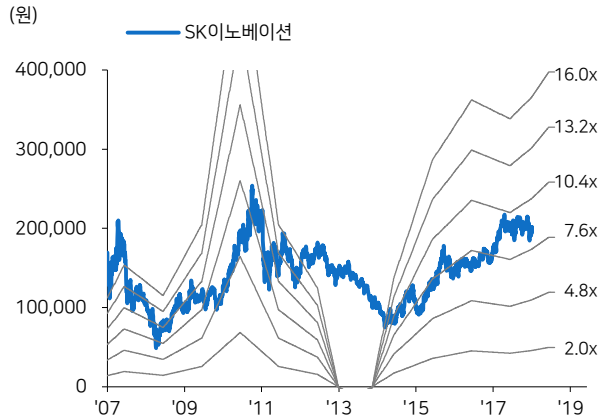
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 SK이노베이션 추정치 변경 내역

	기존			변경 후			차이(%)		
(십억원)	3Q18E	2018E	2019E	3Q18E	2018E	2019E	3Q18E	2018E	2019E
매출액	11,924.8	48,341.7	49,707.4	12,002.8	49,394.2	52,102.7	0.7%	2.2%	4.8%
영업이익	777.7	2,989.3	3,253.8	629.1	2,874.8	3,013.0	-19.1%	-3.8%	-7.4%
세전이익	811.7	3,056.8	3,383.1	661.3	2,793.8	3,134.1	-18.5%	-8.6%	-7.4%
순이익	590.2	2,194.9	2,483.2	480.8	1,965.6	2,299.5	-18.5%	-10.4%	-7.4%

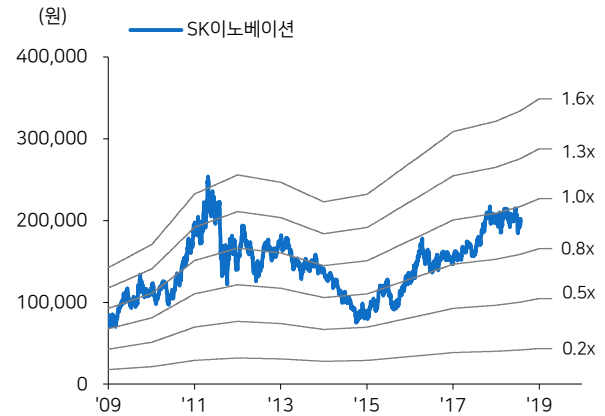
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



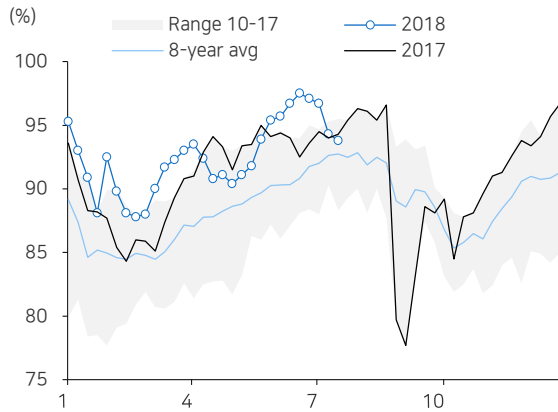
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 북미 정제설비 가동률



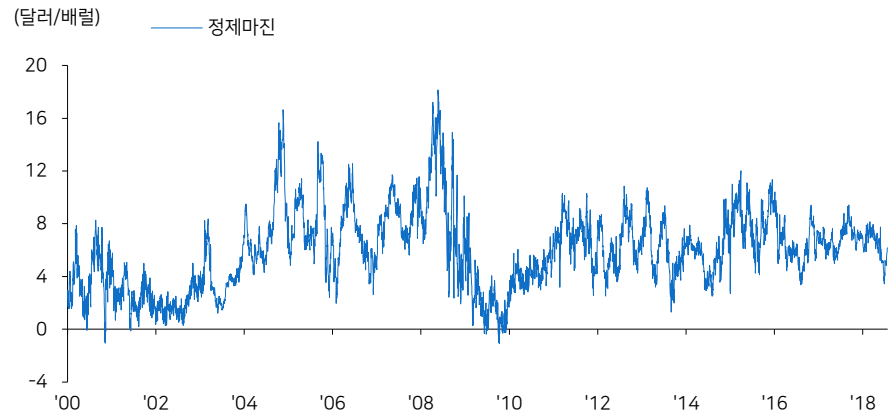
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 Teapot 가동률



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 복합정제마진 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	39,520.5	46,260.9	49,394.2	52,102.7	54,349.0
매출액증가율 (%)	-18.3	17.1	6.8	5.5	4.3
매출원가	34,561.8	40,905.2	44,865.0	47,346.6	49,341.7
매출총이익	4,958.8	5,355.7	4,529.2	4,756.0	5,007.4
판매관리비	1,730.5	2,121.3	1,654.4	1,743.0	1,822.4
영업이익	3,228.3	3,234.4	2,874.8	3,013.1	3,185.0
영업이익률	8.2	7.0	5.8	5.8	5.9
금융손익	-289.9	-169.8	-130.0	-118.6	-126.4
총속/관계기업손익	-124.0	311.3	176.1	220.0	240.0
기타영업외손익	-391.0	-141.1	-115.6	-120.0	-160.0
세전계속사업이익	2,423.4	3,234.8	2,793.8	3,134.1	3,138.6
법인세비용	701.9	1,079.1	768.7	762.3	763.1
당기순이익	1,721.4	2,145.1	2,025.2	2,371.8	2,556.0
지배주주지분 순이익	1,671.3	2,103.8	1,965.6	2,299.5	2,478.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	3,677.8	2,180.2	2,498.5	2,758.3	3,806.6
당기순이익(손실)	1,721.4	2,145.1	2,025.2	2,370.4	2,556.0
유형자산상각비	799.1	791.0	884.2	905.5	1,020.2
무형자산상각비	115.3	109.0	70.6	65.8	62.6
운전자본의 증감	268.0	-1,214.2	-671.5	-583.4	167.9
투자활동 현금흐름	-2,056.1	-1,066.2	-1,641.0	-4,151.6	-2,010.9
유형자산의증가(CAPEX)	-607.0	-938.4	-2,153.0	-2,800.0	-2,400.0
투자자산의감소(증가)	196.5	67.0	34.0	-805.2	231.8
재무활동 현금흐름	-2,018.6	-1,670.7	-530.7	-383.1	-632.3
차입금의 증감	-1,579.4	-1,010.0	-397.5	322.7	73.5
자본의 증가	0.0	-118.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-375.5	-640.5	328.6	-1,776.4	1,163.4
기초현금	3,019.7	2,644.2	2,003.7	2,332.4	556.0
기말현금	2,644.2	2,003.7	2,332.4	556.0	1,719.4

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,987.7	16,219.2	15,104.0	17,003.8	17,109.0
현금및현금성자산	2,644.2	2,003.7	2,332.4	556.0	1,719.4
매출채권	3,937.0	4,821.3	3,900.8	5,023.6	4,700.4
재고자산	4,445.3	5,978.6	5,761.8	7,420.3	6,942.9
비유동자산	17,593.6	18,024.4	19,131.0	21,764.9	22,850.4
유형자산	13,603.5	13,587.2	14,795.2	16,689.7	18,069.5
무형자산	1,272.3	1,520.8	1,465.0	1,399.3	1,336.7
투자자산	2,567.3	2,820.3	2,797.4	3,602.5	3,370.8
자산총계	32,581.3	34,243.6	34,235.0	38,768.7	39,959.4
유동부채	8,736.6	9,954.8	9,093.2	11,424.7	10,598.0
매입채무	4,207.7	5,265.3	4,483.1	5,773.5	5,402.0
단기차입금	21.9	242.9	252.4	252.4	232.4
유동성장기부채	1,678.1	1,272.4	814.5	764.5	514.5
비유동부채	5,539.7	4,979.5	5,025.6	5,563.2	5,730.4
사채	4,122.8	3,233.1	3,233.6	3,333.6	3,433.6
장기차입금	747.0	829.6	791.9	941.9	1,091.9
부채총계	14,276.3	14,934.3	14,118.8	16,987.9	16,328.3
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	37.6	37.6	37.6
이익잉여금	10,670.8	12,041.7	12,692.9	14,285.3	16,057.6
비지배주주지분	1,201.9	1,223.6	1,287.4	1,359.7	1,437.6
자본총계	18,305.1	19,309.3	20,116.2	21,780.9	23,631.1

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	427,408	500,304	534,190	563,482	587,776
EPS(지배주주)	17,988	22,643	21,126	24,745	26,691
CFPS	44,076	44,744	42,271	45,341	49,013
EBITDAPS	44,803	44,713	41,416	43,090	46,154
BPS	182,504	192,989	200,918	217,910	236,822
DPS	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000
배당수익률(%)	4.4	3.9	4.0	4.0	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.1	9.0	9.4	8.0	7.4
PCR	3.3	4.6	4.7	4.4	4.0
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	4,134.4	3,829.5	3,984.3	4,267.7
EV/EBITDA	3.8	5.2	5.4	5.6	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	12.0	10.6	11.7	11.6
EBITDA 이익률	10.5	8.9	7.8	7.6	7.9
부채비율	78.0	77.3	70.2	78.0	69.1
금융비용부담률	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	12.8	15.7	14.8	15.0	15.2
매출채권회전율(x)	10.7	10.6	11.3	11.7	11.2
재고자산회전율(x)	9.9	8.9	8.4	7.9	7.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.09.06	산업분석	Buy	220,000	노우호	-31.1	-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	-26.1	-20.9	
2018.05.31	산업분석	Buy	275,000	노우호	-25.9	-20.9	
2018.07.03	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-19.5	-15.8	
2018.07.30	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-	-	