

2017/07/03

# SK이노베이션 (096770)

운송/정유/화학 하준영  
(2122-9213) jyha@hi-ib.com

## 유가 반등으로 하반기 실적 개선 기대

Buy (Maintain)

### ■ 2Q17 Preview: 유가 하락으로 석유 및 화학사업 부진

동사의 2Q17 매출액은 104,462억원(YoY +1.6%), 영업이익은 5,602억원(YoY -50.0%)으로 YoY, QoQ 감소한 영업이익을 시현할 것으로 예상된다. 실적 감소의 가장 큰 원인은 유가 하락이다. 두바이유가가 지난 1분기말 \$51.0/bbl에서 2분기말 \$46.6/bbl로 QoQ 8.6% 하락하면서 석유사업부문 실적이 악화되었을 것으로 추정한다.

**석유사업부문**(영업이익 1,567억원)은 유가하락으로 재고평가손실이 약 1,400억원 발생하고 래깅마진이 하락하면서 영업이익에 부정적인 영향을 미쳤을 것으로 판단한다. 또한 일부 CDU와 RFCC가 6월 한 달간 정기보수에 들어가면서 영업이익은 QoQ 65.5% 감소했을 것으로 추정한다. **화학사업부문**(영업이익 2,944억원)은 올레핀과 PX등 대부분 제품의 스프레드가 축소되었고 일부 PX설비가 정기보수로 가동을 중단하면서 영업이익이 QoQ 35.3% 감소할 것으로 예상된다. **유탄유사업부문**(영업이익 1,252억원)은 원재료가 하락으로 스프레드가 개선되어 영업이익이 QoQ 31.9% 증가할 것으로 추정한다.

### ■ 유가 반등으로 하반기 실적 개선 기대

동사의 실적은 2Q17을 바닥으로 점진적으로 개선될 것이다. 유가가 반등하면서 석유사업부문과 화학사업부문의 실적 개선이 예상되고 유탄유사업부문의 경우 지난해 이어 올해도 증설물량이 많지 않아 하반기에도 견조한 스프레드가 예상되기 때문이다.

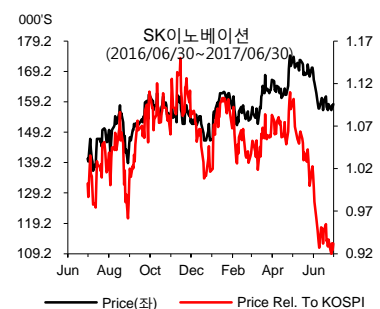
동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하지만 유가하락에 따른 영향을 이익 추정치에 반영하면서 목표주가를 200,000원으로 하향 조정한다. 동사의 주가는 유가 하락과 함께 지난 5월 이후 하락하였다. 하지만 유가 반등으로 2Q17 실적을 저점으로 하반기에는 실적이 QoQ 개선될 것으로 추정하며 이에 따라 동사의 주가도 상승할 것으로 예상된다.

목표주가(12M)	200,000원
종가 (2017/06/30)	158,500원

#### Stock Indicator

자본금	469십억원
발행주식수	9,371만주
시가총액	14,796십억원
외국인지분율	41.2%
배당금(2016)	6,400원
EPS(2017E)	22,357원
BPS(2017E)	196,816원
ROE(2017E)	11.8%
52주 주가	136,500~174,500원
60일평균거래량	268,257주
60일평균거래대금	44.0십억원

#### Price Trend



&lt;표 1&gt; SK 이노베이션 2Q17 Preview

(단위: 억원)

	2Q16	1Q17	당사추정			컨센서스		
			2Q17	YoY	QoQ	2Q17	YoY	QoQ
매출액	102,802	113,871	104,462	1.6%	-8.3%	106,109	3.2%	-6.8%
영업이익	11,195	10,043	5,602	-50.0%	-44.2%	6,676	-40.4%	-33.5%

자료: Quantwise, 하이투자증권

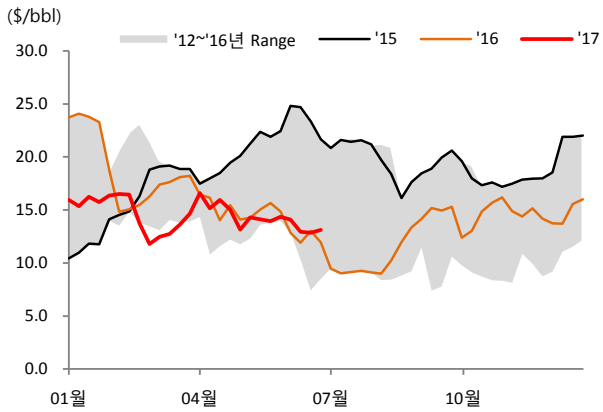
&lt;표 2&gt; SK 이노베이션 부문별 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출</b>	<b>9,458.2</b>	<b>10,280.2</b>	<b>9,703.0</b>	<b>10,079.1</b>	<b>11,387.1</b>	<b>10,446.2</b>	<b>10,969.6</b>	<b>11,106.1</b>	<b>39,520.5</b>	<b>43,909.0</b>	<b>45,290.2</b>
QoQ	-13.0%	8.7%	-5.6%	3.9%	13.0%	-8.3%	5.0%	1.2%	-	-	-
YoY	-21.5%	-20.9%	-22.0%	-7.2%	20.4%	1.6%	13.1%	10.2%	-18.3%	11.1%	3.1%
SK에너지	6,646.0	7,442.5	7,025.2	7,256.1	8,063.6	7,165.4	7,728.0	7,862.8	28,369.8	30,819.8	32,364.6
YoY	-26.0%	-21.8%	-22.3%	-6.5%	21.3%	-3.7%	10.0%	8.4%	-19.6%	8.6%	5.0%
SK종합화학	1,967.7	1,945.0	1,834.3	1,939.5	2,333.3	2,238.5	2,222.2	2,202.2	7,686.5	8,996.2	8,962.4
YoY	-10.9%	-24.8%	-22.1%	-9.3%	18.6%	15.1%	21.1%	13.5%	-17.2%	17.0%	-0.4%
SK루브리컨츠	622.3	653.3	598.9	661.3	728.6	766.5	739.0	759.0	2,535.8	2,993.1	2,772.0
YoY	0.4%	-0.5%	-10.0%	-2.8%	17.1%	17.3%	23.4%	14.8%	-3.3%	18.0%	-7.4%
SK이노베이션	222.2	239.4	244.6	222.2	261.6	275.8	280.5	282.1	928.4	1,099.9	1,191.1
YoY	-3.7%	-1.2%	-37.6%	-22.1%	17.7%	15.2%	14.7%	26.9%	-19.3%	18.5%	8.3%
<b>영업이익</b>	<b>844.8</b>	<b>1,119.5</b>	<b>414.9</b>	<b>849.3</b>	<b>1,004.3</b>	<b>560.2</b>	<b>737.6</b>	<b>870.5</b>	<b>3,228.5</b>	<b>3,172.6</b>	<b>3,209.5</b>
OPM	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.8%	5.4%	6.7%	7.8%	8.2%	7.2%	7.1%
QoQ	175.6%	32.5%	-62.9%	104.7%	18.3%	-44.2%	31.7%	18.0%	-	-	-
YoY	163.0%	13.3%	14.0%	177.0%	18.9%	-50.0%	77.8%	2.5%	63.1%	-1.7%	1.2%
SK에너지	392.4	614.3	9.5	609.4	453.9	156.7	323.8	459.3	1,625.6	1,393.7	1,621.4
OPM	5.9%	8.3%	0.1%	8.4%	5.6%	2.2%	4.2%	5.8%	5.7%	4.5%	5.0%
YoY	157.1%	-18.6%	-91.1%	113.8%	15.7%	-74.5%	3308.1%	-24.6%	25.1%	-14.3%	16.3%
SK종합화학	322.4	393.6	297.8	218.5	454.7	294.4	285.1	280.8	1,232.3	1,315.0	1,083.3
OPM	16.4%	20.2%	16.2%	11.3%	19.5%	13.2%	12.8%	12.8%	16.0%	14.6%	12.1%
YoY	179.1%	62.0%	148.6%	흑전	41.0%	-25.2%	-4.3%	28.5%	185.7%	6.7%	-17.6%
SK루브리컨츠	132.2	132.9	117.0	86.4	94.9	125.2	128.7	129.8	468.5	478.6	487.1
OPM	21.2%	20.3%	19.5%	13.1%	13.0%	16.3%	17.4%	17.1%	18.5%	16.0%	17.6%
YoY	133.2%	220.2%	41.0%	-24.1%	-28.2%	-5.8%	10.0%	50.2%	58.8%	2.1%	1.8%
SK이노베이션	-2.2	-21.3	-9.4	-65.0	0.8	-16.1	0.1	0.5	-97.9	-14.6	17.8
OPM	-1.0%	-8.9%	-3.8%	-29.3%	0.3%	-5.8%	0.0%	0.2%	-10.5%	-1.3%	1.5%
YoY	적지	적지	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전
<b>지배주주순이익</b>	<b>555.9</b>	<b>611.4</b>	<b>360.0</b>	<b>144.1</b>	<b>847.0</b>	<b>335.2</b>	<b>436.7</b>	<b>476.2</b>	<b>1,671.3</b>	<b>2,095.2</b>	<b>2,202.4</b>
NPM	5.9%	5.9%	3.7%	1.4%	7.4%	3.2%	4.0%	4.3%	4.2%	4.8%	4.9%
YoY	89.9%	7.0%	136.5%	흑전	52.4%	-45.2%	21.3%	230.6%	105.1%	25.4%	5.1%

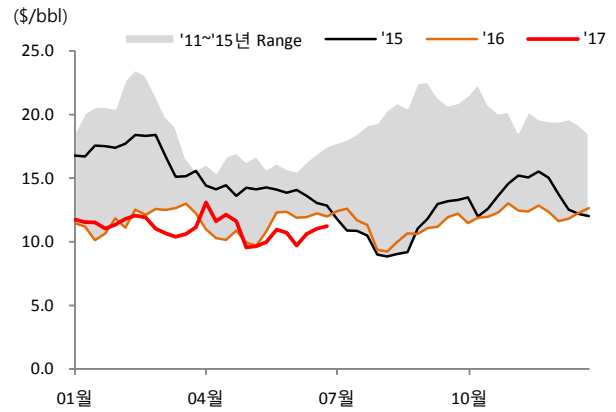
자료: 하이투자증권

<그림 1> 휘발유마진 추이



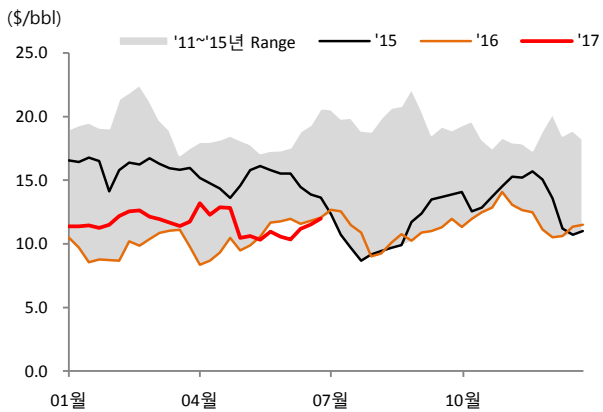
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 2> 등유마진 추이



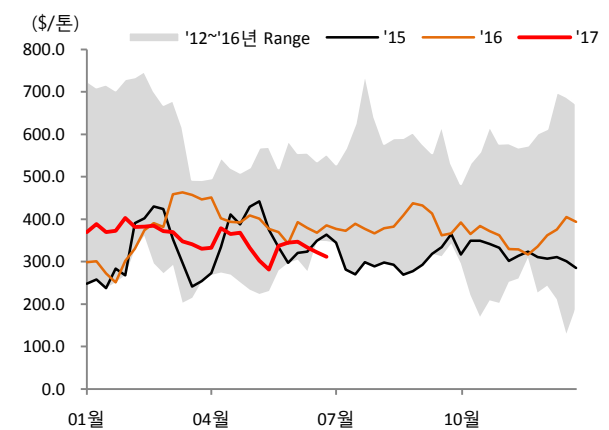
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 3> 경유마진 추이



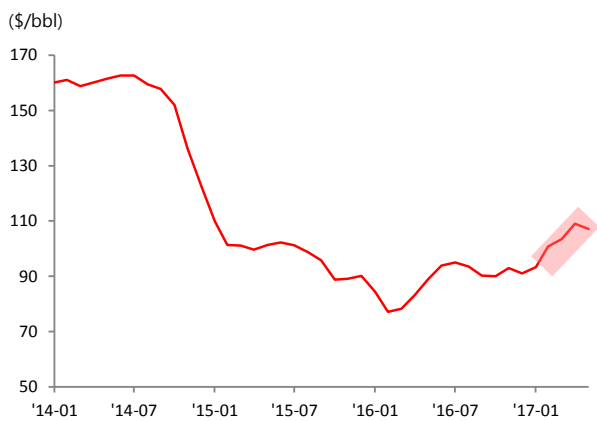
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 4> PX 가격 및 스프레드 추이



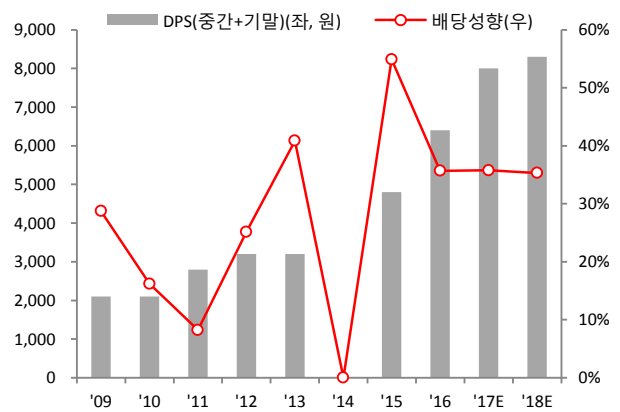
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 5> 윤활기유 수출단가 추이



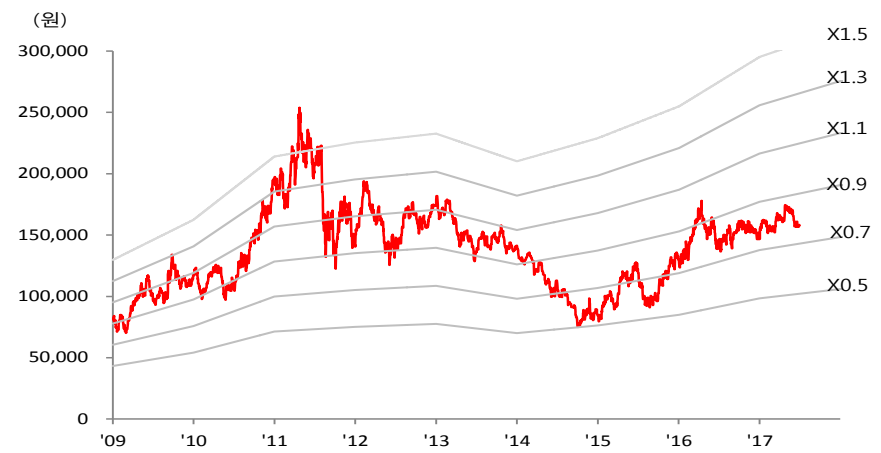
자료: KITA, 하이투자증권

<그림 6> DPS(중간+기말)와 배당성향 추이 및 전망



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 7> SK 이노베이션 PBR 밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	14,988	14,451	14,745	15,872
현금 및 현금성자산	2,644	2,402	2,419	2,532
단기금융자산	3,111	2,489	2,614	2,666
매출채권	4,404	4,523	4,574	5,120
재고자산	4,445	4,654	4,755	5,172
비유동자산	17,594	18,793	19,623	20,396
유형자산	13,603	14,786	15,595	16,340
무형자산	1,272	1,184	1,102	1,026
자산총계	32,581	33,244	34,368	36,268
유동부채	8,737	9,060	9,008	9,648
매입채무	4,208	4,675	4,822	5,562
단기차입금	22	72	72	72
유동성장기부채	1,678	1,484	1,284	1,184
비유동부채	5,540	4,450	4,180	3,930
사채	4,123	3,033	3,263	3,213
장기차입금	749	749	249	49
부채총계	14,276	13,510	13,187	13,578
지배주주지분	17,103	18,444	19,865	21,346
자본금	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,884	5,884	5,884
이익잉여금	10,671	12,022	13,453	14,944
기타자본항목	-136	-136	-136	-136
비지배주주지분	1,202	1,289	1,316	1,344
자본총계	18,305	19,734	21,181	22,690

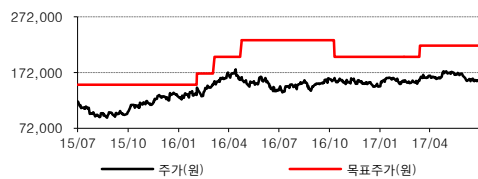
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	39,521	43,909	45,290	52,241
증가율(%)	-18.3	11.1	3.1	15.3
매출원가	34,562	38,996	40,309	46,845
매출총이익	4,959	4,913	4,982	5,396
판매비와관리비	1,730	1,741	1,772	2,028
연구개발비	145	145	149	172
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	3,228	3,173	3,209	3,368
증가율(%)	63.1	-1.7	1.1	4.9
영업이익률(%)	8.2	7.2	7.1	6.4
이자수익	86	68	75	78
이자비용	253	201	189	176
지분법이익(손실)	85	85	85	85
기타영업외손익	-391	-43	-43	-43
세전계속사업이익	2,423	2,990	3,054	3,228
법인세비용	702	807	824	872
세전계속이익률(%)	6.1	6.8	6.7	6.2
당기순이익	1,721	2,183	2,229	2,356
순이익률(%)	4.4	5.0	4.9	4.5
지배주주귀속 순이익	1,671	2,095	2,202	2,328
기타포괄이익	-10	-10	-10	-10
총포괄이익	1,711	2,172	2,219	2,346
지배주주귀속총포괄이익	1,661	2,085	2,192	2,318

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	3,678	3,268	3,281	3,409
당기순이익	1,721	2,183	2,229	2,356
유형자산감가상각비	799	767	862	925
무형자산상각비	115	88	82	76
지분법관련손실(이익)	85	85	85	85
투자활동 현금흐름	-2,056	-1,699	-2,166	-2,094
유형자산의 처분(취득)	-567	-1,950	-1,670	-1,670
무형자산의 처분(취득)	61	-	-	-
금융상품의 증감	904	-865	142	165
재무활동 현금흐름	-2,019	-1,829	-1,213	-1,120
단기금융부채의증감	-345	-144	-200	-100
장기금융부채의증감	-1,090	-270	-250	-320
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-451	-596	-744	-772
현금및현금성자산의증감	-375	-243	17	113
기초현금및현금성자산	3,020	2,644	2,402	2,419
기말현금및현금성자산	2,644	2,402	2,419	2,532

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	17,834	22,357	23,501	24,842
BPS	182,504	196,816	211,974	227,780
CFPS	27,591	31,483	33,575	35,528
DPS	6,400	8,000	8,300	9,000
Valuation(배)				
PER	8.2	7.1	6.7	6.4
PBR	0.8	0.8	0.7	0.7
PCR	5.3	5.0	4.7	4.5
EV/EBITDA	3.5	3.8	3.5	3.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	10.1	11.8	11.5	11.3
EBITDA 이익률	10.5	9.2	9.2	8.4
부채비율	78.0	68.5	62.3	59.8
순부채비율	4.5	2.3	-0.8	-3.0
매출채권회전율(x)	9.4	9.8	10.0	10.8
재고자산회전율(x)	9.9	9.7	9.6	10.5

자료 : SK 이노베이션, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자이전 변동 내역 및 목표주가 차이

이전제시일자	투자이전	목표주가
2017-07-03	Buy	200,000
2017-03-15	Buy	220,000
2016-10-11(담당자변경)	Buy	200,000
2016-04-25	Buy	230,000
2016-03-07	Buy	200,000
2016-02-04	Buy	170,000

### Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 하준영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

### 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-