

석유정제

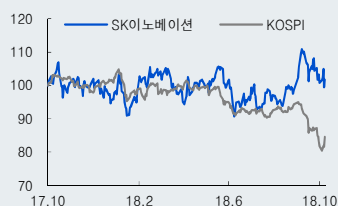
Company Report
 2018.11.2

투자이견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	270,000원
현재주가(18/11/02)	207,000원
상승여력	30%

영업이익(18F, 십억원)	3,092
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	3,131
EPS 성장률(18F, %)	-10.0
MKT EPS 성장률(18F, %)	12.2
P/E(18F, x)	10.2
MKT P/E(18F, x)	8.1
KOSPI	2,096.00

시가총액(십억원)	19,140
발행주식수(백만주)	94
유동주식비율(%)	60.6
외국인 보유비중(%)	39.3
베타(12M) 일간수익률	0.45
52주 최저가(원)	184,500
52주 최고가(원)	225,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.2	-0.7	1.2
상대주가	1.1	18.7	23.0



[첨단화학소재/전기차배터리]

박연주

02-3774-1755

yeonju.park@miraeasset.com

SK이노베이션 (096770)

견조한 실적과 안정적 배당

3Q Review: 정유 부문 호조로 컨센서스 소폭 상회

3분기 영업이익 8,359억원 기록: SK이노베이션의 3분기 영업이익은 8,359억원으로 시장 컨센서스를 소폭 상회하는 견조한 실적을 기록하였다. 정유 부문 영업이익이 4,084억원으로 정제 마진 약세에도 불구하고 견조한 실적이 지속되었는데 유가 상승에 따른 재고 평가 이익 및 환율 상승 영향으로 추정된다. 화학 부문 역시 PE 스프레드 둔화에도 불구하고, PX 스프레드 강세로 전분기대비 영업이익이 증가하였다. 기유 및 석유개발 부문 영업이익도 증가하였다.

컨퍼런스 콜 주요 내용: 실적 발표 컨퍼런스 콜에서 SK이노베이션은 향후 견조한 정제 마진이 지속될 것으로 전망하였고, 20년 탈황설비 가동 시 연간 영업이익이 2,000~3,000억원 증가할 것으로 전망하였다. 화학 부문의 경우 PX 강세로 실적 호조를 기록했는데, 폴리에스터 수요 확대 등으로 PX 마진 강세도 유지될 것으로 전망하였다.

4분기 영업이익 6,934억원으로 높은 수준 유지할 전망

PX 강세 등으로 높은 수준 유지할 전망: 4분기 영업이익은 6,934억원으로 높은 수준을 유지할 전망이다. 3분기에 발생한 유가 상승에 따른 재고 평가 이익 등은 소멸되겠지만, 정제 마진이 견조한 수준을 유지하고 있기 때문이다. 화학 부문에서도 PE 약세에도 불구하고, PX 마진 강세 지속으로 높은 수준의 실적이 유지될 것으로 예상된다.

19년 영업이익 2.7조원, 20년 3조원으로 성장 전망: SK이노베이션의 19년 영업이익은 2.7조원으로 높은 수준을 유지할 전망이다. 20년에는 IMO 규제 시행으로 정제 마진이 개선되는 가운데 동사의 탈황 설비가 가동되면서 영업이익이 3조원으로 성장할 전망이다.

안정적 실적과 배당 매력, 매수 유지

목표가 27만원, 매수 유지: SK이노베이션에 대해 투자이견 매수와 목표가 27만원을 유지한다. 동사는 최근 주식 시장 급등락 속에서도 비교적 안정적 주가 흐름을 보이고 있는데, 이는 정제 마진은 경기에 민감하지 않아 견조하게 유지되고 있고, 화학 제품 중 PX 스프레드가 강세를 유지하고 있기 때문이다. PX는 이미 공급이 타이트해진 상황으로 19년 하반기 이후 증설 물량이 나오기 전까지는 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 높은 실적 창출력을 기반으로 현 주가 기준 배당 수익률도 4% 수준으로 높아 안정적 주가 흐름이 지속될 것으로 예상된다. 또한 20년으로 갈수록 IMO 규제 시행에 따른 정제 마진 개선 및 탈황 설비 가동에 따른 이익 증가 모멘텀이 기대된다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	48,356	39,521	46,261	55,427	59,358	58,760
영업이익 (십억원)	1,980	3,228	3,234	3,092	2,665	2,972
영업이익률 (%)	4.1	8.2	7.0	5.6	4.5	5.1
순이익 (십억원)	815	1,671	2,104	1,893	1,888	2,126
EPS (원)	8,696	17,834	22,449	20,203	20,148	22,682
ROE (%)	5.3	10.1	12.0	10.4	10.0	10.5
P/E (배)	14.9	8.2	9.1	10.2	10.3	9.1
P/B (배)	0.8	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9
배당수익률 (%)	3.7	4.4	3.9	3.9	3.9	3.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: SK이노베이션, 미래에셋대우 리서치센터

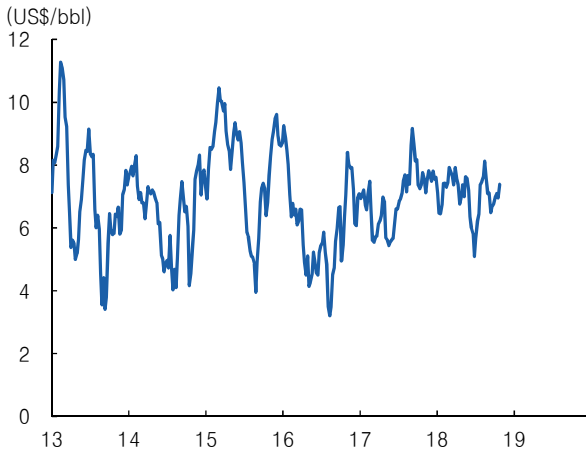
표 1. SK이노베이션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	전체	11,387.1	10,561.0	11,758.9	13,119.5	12,166.1	13,438.0	14,958.7	14,864.6	46,260.9	55,427.4	59,357.6
	정유	8,063.6	7,387.6	8,428.5	9,457.1	8,687.3	9,772.7	10,900.1	10,766.7	33,336.8	40,126.8	42,902.1
	화학	2,333.3	2,164.2	2,291.7	2,550.0	2,439.0	2,531.6	2,886.1	3,008.5	9,339.2	10,865.2	11,998.5
	윤활기유	728.6	756.8	750.1	811.9	779.8	817.9	822.7	865.0	3,047.4	3,285.4	3,559.3
	이노베이션	261.6	252.4	288.6	300.5	260.0	315.8	349.8	224.4	1,103.1	1,150.0	897.7
영업이익	전체	1,004.3	421.2	963.6	845.2	711.6	851.6	835.8	693.4	3,234.3	3,092.4	2,664.8
	정유	453.9	12.5	526.4	509.3	325.4	533.4	408.4	274.7	1,502.1	1,541.9	1,002.8
	화학	454.7	333.7	326.0	262.8	284.8	237.7	345.5	353.1	1,377.2	1,221.1	1,396.7
	윤활기유	94.6	120.2	144.1	145.7	128.6	126.1	132.0	121.1	504.6	507.8	427.1
	이노베이션	1.1	-45.2	-32.9	-72.6	-27.2	-45.6	-50.1	-55.5	-149.6	-178.4	-161.9
세전이익	1,163.0	417.9	969.7	662.4	678.3	744.1	683.6	669.3	3,234.8	2,770.3	2,561.2	
당기순이익	847.0	278.4	682.8	295.5	458.3	499.2	443.9	491.9	2,103.8	1,893.3	1,888.1	

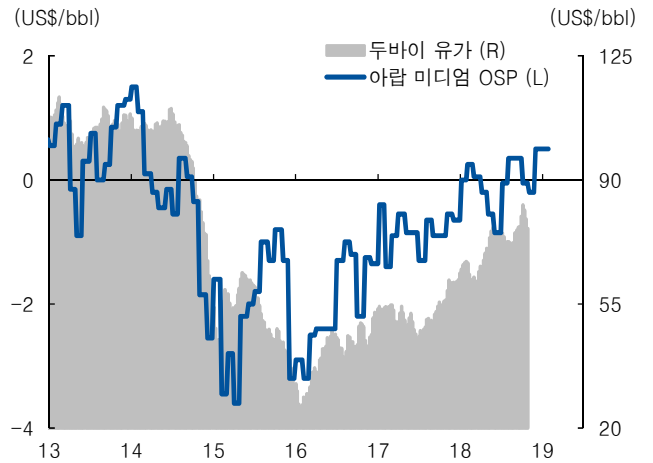
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 한국 복합 정제 마진 추이



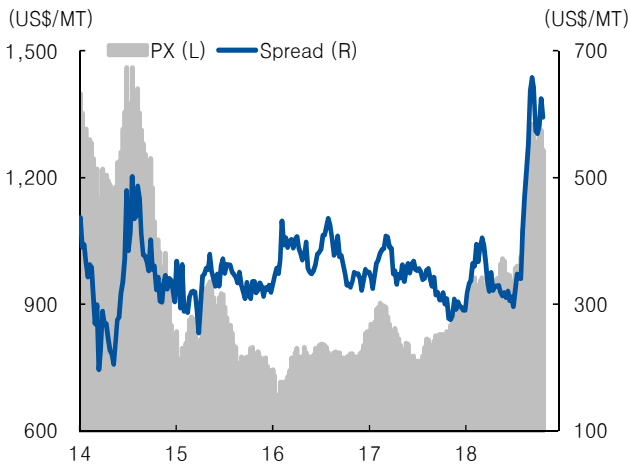
자료: 페트로넷, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 두바이 유가와 OSP



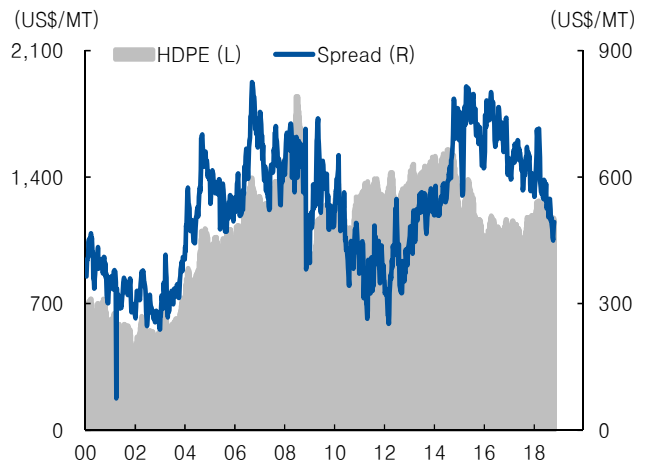
자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. PX 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. HDPE 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 미래에셋대우 리서치센터

SK이노베이션 (096770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	46,261	55,427	59,358	58,760
매출원가	40,905	50,170	54,528	53,623
매출총이익	5,356	5,257	4,830	5,137
판매비와관리비	2,121	2,165	2,165	2,165
조정영업이익	3,234	3,092	2,665	2,972
영업이익	3,234	3,092	2,665	2,972
비영업손익	1	-322	-104	-89
금융손익	-130	-159	-192	-177
관계기업등 투자손익	311	-113	80	80
세전계속사업손익	3,235	2,770	2,561	2,883
계속사업법인세비용	1,079	821	615	692
계속사업이익	2,156	1,949	1,947	2,191
중단사업이익	-11	4	0	0
당기순이익	2,145	1,953	1,947	2,191
지배주주	2,104	1,893	1,888	2,126
비지배주주	41	60	58	66
총포괄이익	1,878	2,157	1,947	2,191
지배주주	1,847	2,099	1,897	2,136
비지배주주	31	58	49	56
EBITDA	4,134	4,062	3,786	4,175
FCF	1,242	588	993	1,336
EBITDA 마진율 (%)	8.9	7.3	6.4	7.1
영업이익률 (%)	7.0	5.6	4.5	5.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.5	3.4	3.2	3.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	16,219	16,629	16,855	17,372
현금 및 현금성자산	2,004	1,177	1,444	2,100
매출채권 및 기타채권	5,297	5,865	5,846	5,793
재고자산	5,979	6,648	6,626	6,566
기타유동자산	2,939	2,939	2,939	2,913
비유동자산	18,024	19,965	20,843	21,614
관계기업투자등	2,431	2,431	2,431	2,409
유형자산	13,587	15,219	16,177	17,050
무형자산	1,521	1,822	1,742	1,666
자산총계	34,244	36,594	37,698	38,986
유동부채	9,955	11,003	10,870	10,682
매입채무 및 기타채무	5,712	6,503	6,481	6,422
단기금융부채	1,606	1,378	1,278	1,177
기타유동부채	2,637	3,122	3,111	3,083
비유동부채	4,979	6,036	6,032	6,022
장기금융부채	4,064	4,952	4,952	4,952
기타비유동부채	915	1,084	1,080	1,070
부채총계	14,934	17,039	16,902	16,705
지배주주지분	18,085	18,278	19,461	20,880
자본금	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	5,766	5,766
이익잉여금	12,042	12,723	13,905	15,325
비지배주주지분	1,224	1,277	1,335	1,401
자본총계	19,309	19,555	20,796	22,281

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,180	3,156	2,993	3,336
당기순이익	2,145	1,953	1,947	2,191
비현금수익비용가감	1,992	1,975	1,769	1,914
유형자산감가상각비	791	888	1,042	1,127
무형자산상각비	109	81	80	76
기타	1,092	1,006	647	711
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,214	226	5	22
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-957	-390	18	49
재고자산 감소(증가)	-1,501	-671	23	60
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,273	286	-20	-52
법인세납부	-651	-904	-615	-692
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,066	-2,892	-2,000	-1,975
유형자산처분(취득)	-864	-2,569	-2,000	-2,000
무형자산감소(증가)	-70	-57	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	772	-21	0	25
기타투자활동	-904	-245	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,671	-1,278	-806	-807
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,010	660	-100	-101
자본의 증가(감소)	-118	0	0	0
배당금의 지급	-757	-1,205	-706	-706
기타재무활동	214	-733	0	0
현금의 증가	-640	-827	267	656
기초현금	2,644	2,004	1,177	1,444
기말현금	2,004	1,177	1,444	2,100

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	9.1	10.2	10.3	9.1
P/CF (x)	4.6	4.9	5.2	4.7
P/B (x)	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	5.2	5.8	6.1	5.4
EPS (원)	22,449	20,203	20,148	22,682
CFPS (원)	44,148	41,915	39,649	43,802
BPS (원)	194,441	204,270	216,887	232,037
DPS (원)	8,000	8,000	8,000	8,000
배당성향 (%)	34.3	35.8	35.7	31.7
배당수익률 (%)	3.9	3.9	3.9	3.9
매출액증가율 (%)	17.1	19.8	7.1	-1.0
EBITDA증가율 (%)	-0.2	-1.7	-6.8	10.3
조정영업이익증가율 (%)	0.2	-4.4	-13.8	11.5
EPS증가율 (%)	25.9	-10.0	-0.3	12.6
매출채권 회전을 (회)	10.6	10.9	11.0	11.0
재고자산 회전을 (회)	8.9	8.8	8.9	8.9
매입채무 회전을 (회)	8.6	9.1	9.4	9.3
ROA (%)	6.4	5.5	5.2	5.7
ROE (%)	12.0	10.4	10.0	10.5
ROIC (%)	12.0	11.8	9.6	10.3
부채비율 (%)	77.3	87.1	81.3	75.0
유동비율 (%)	162.9	151.1	155.1	162.6
순차입금/자기자본 (%)	6.9	14.4	11.8	7.7
조정영업이익/금융비용 (x)	15.7	12.8	10.2	11.6

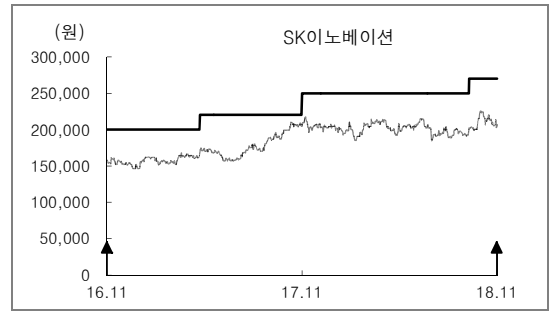
자료: SK이노베이션, 미래에셋대우 리서치센터

SK이노베이션

건조한 실적과 안정적 배당

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK이노베이션(096770)				
2018.09.11	매수	270,000	-	-
2017.11.02	매수	250,000	-19.46	-13.00
2017.04.25	매수	220,000	-19.32	-4.55
2017.03.22	1년 경과 이후		-	-
2016.03.22	매수	200,000	-22.76	-11.00



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
73.71%	13.92%	12.37%	0.00%

* 2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK이노베이션을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.