

SK이노베이션(096770)

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

머지않은 실적 반등

1개월 후행 아시아 정제마진 축소로 영업이익 전분기대비 15% 감소
 컨센서스 하회요인은 석유화학과 석유개발사업 실적부진
 2분기 실적, V자 반등 가능성에 매수 추천

Facts : 1개월 후행 아시아 정제마진이 실적에 부담

1분기 영업이익은 전분기대비 15% 감소한 7,116억원으로 추정치와 컨센서스를 각각 14%, 16% 하회했다. 영업이익이 감익된 이유는 유가가 상대적으로 안정화되며 1개월 후행 아시아 정제마진이 전분기대비 23% 축소되었기 때문이다. 정유부문의 실적부진은 예상수준이었으나, 1분기 영업이익 추정치를 하회한 이유는 석유화학과 석유개발사업 부문이 예상보다 부진했기 때문이다.

Pros & cons : 컨센서스 하회 이유는 석유화학과 석유개발사업 때문

정유부문 영업이익은 전분기대비 36% 감소했으나 289억원의 유가관련 재고평가 이익으로 추정치를 8% 상회했다. 재고평가이익과 160억원의 정기보수 관련 기회비용 등 일회성 요인을 제외해도 정유부문 영업이익이 3,130억원에 달하여 추정치를 3% 상회했다. 반면, 석유화학부문 영업이익은 전분기대비 8% 증가했으나 추정치는 28% 하회했다. 원가 상승으로 인한 부담과 1월에 발생한 NCC크래커 설비 트러블로 인한 276억원의 일회성 손실에 계절적 비수기 영향이 더해졌기 때문이다. 윤활유부문 영업이익 역시 높은 원가 부담으로 추정치를 8% 하회했다. 기타부문의 총 영업이익은 추정치대비 180억원 밀돌았는데, 이는 페루 광구 pipeline 트러블로 인한 판매물량 감소로 석유개발사업에서 170억원의 일회성 손실을 기록했기 때문이다.

Action : 매수관점 강화할 시점

부진한 1분기 실적을 반영하여 2018년 예상 영업이익과 순이익을 각각 7%, 5% 하향하나 매수의견을 유지하는 이유는 다음과 같다. 1) 2분기 영업이익이 큰 폭으로 개선될 가능성이 높다. 유가관련 재고평가이익에 더불어 1개월 후행 아시아 정제마진 평균이 2분기 들어 전분기대비 60% 이상 상승했기 때문이다. 2) 중간배당과 올해 8월 1일까지 1조원 가량의 자사주 매입 계획 또한 주가를 지지할 것으로 보인다. 마지막으로 아시아 정제마진이 역대 최고점을 돌파할 가능성에 주목해야 한다. 지정학적 리스크에서 비롯된 유가 급등에도 불구하고 아시아 spot 정제마진은 V자 반등을 보이고 있다. 유가가 배럴당 100달러에 육박하지 않는다는 전제하에 아시아 spot 정제마진이 상승할 가능성은 충분하다고 판단한다.

매수(유지)

목표주가: 300,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/15)	2,459
주가(5/15)	204,000
시가총액(십억원)	18,863
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	217,500/156,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	47,262
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.2/41.8
주요주주(%)	SK 외 2 인 33.4
	국민연금 10.0

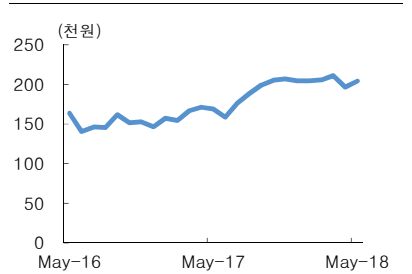
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	9.1	6.7	5.1
PBR(x)	1.1	0.9	0.8
ROE(%)	12.0	14.8	17.2
DY(%)	3.9	5.2	6.7
EV/EBITDA(x)	5.2	3.8	2.9
EPS(원)	22,574	30,463	39,944
BPS(원)	194,441	216,568	245,345

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.5	4.1	18.6
KOSPI 대비(%p)	1.4	6.5	11.3

주가추이



자료: WISEfn

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	11,387	10,561	11,759	12,554	12,166	(2.9)	7.0	13,127
영업이익	1,004	421	964	845	712	(15.4)	(29.1)	845
영업이익률(%)	8.8	4.0	8.2	6.7	5.8	(0.9)	(3.0)	6.4
세전이익	1,163	433	977	658	679	3.1	(41.6)	825
순이익	847	278	683	295	458	55.1	(45.9)	621

자료: FnGuide, 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이(%p)	변경전	변경후	차이(%p)
매출액	47,520	46,622	(1.9)	48,185	45,780	(5.0)
영업이익	4,273	3,996	(6.5)	5,401	5,113	(5.3)
영업이익률(%)	9.0	8.6	(4.7)	11.2	11.2	(0.4)
세전이익	4,103	3,931	(4.2)	5,183	5,076	(2.1)
순이익	2,960	2,823	(4.6)	3,739	3,691	(1.3)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	11,387	10,561	11,759	12,554	12,166	11,451	11,637	11,368	46,261	46,622	45,780
영업이익	1,004	421	964	845	712	985	1,182	1,117	3,234	3,996	5,113
영업이익률(%)	8.8	4.0	8.2	6.7	5.8	8.6	10.2	9.8	7.0	8.6	11.2
순이익	847	278	683	295	458	708	866	791	2,104	2,823	3,691
증가율(% YoY)											
매출액	20.4	2.7	21.2	24.6	6.8	8.4	(1.0)	(9.4)	17.1	0.8	(1.8)
영업이익	18.9	(62.4)	132.3	(0.5)	(29.1)	133.9	22.6	32.2	0.2	23.5	28.0
순이익	52.4	(54.5)	89.7	105.1	(46.0)	154.3	26.8	167.8	25.9	34.2	30.7
증가율(% QoQ)											
매출액	13.0	(7.3)	11.3	6.8	(3.1)	(5.9)	1.6	(2.3)			
영업이익	18.3	(58.1)	128.8	(12.3)	(15.8)	38.5	19.9	(5.4)			
순이익	488.0	(67.1)	145.3	(56.7)	54.9	54.7	22.3	(8.6)			
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)					845	842	869	805		3,349	3,711
					(15.8)	17.0	35.9	38.7		19.3	37.8
KIS 추정 영업이익 변화(%)					(14.3)	(8.9)	(2.4)	(2.9)		(6.5)	(5.3)

주: 순이익은 지배주주지분순이익 기준
자료: 한국투자증권

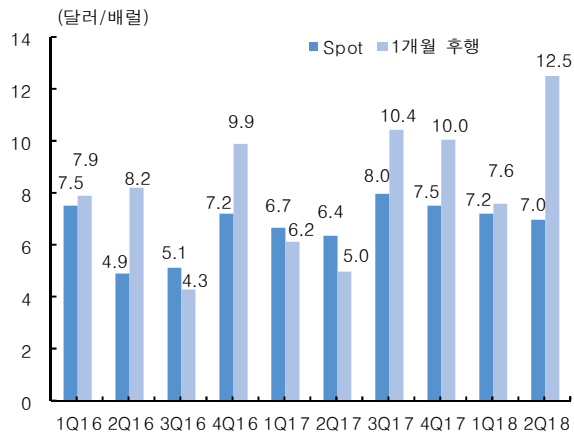
〈표 4〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	11,387	10,561	11,759	12,554	12,166	11,451	11,637	11,368	46,261	46,622	45,780
정유	8,064	7,388	8,429	8,892	8,687	7,844	8,015	7,930	32,771	32,476	31,718
석유화학	2,333	2,164	2,292	2,550	2,439	2,571	2,571	2,402	9,339	9,982	9,956
유탄유	729	757	750	812	780	709	722	716	3,047	2,928	2,864
E&P	262	252	289	300	260	327	329	320	1,103	1,236	1,242
영업이익	1,004	421	964	845	712	985	1,182	1,117	3,234	3,996	5,113
정유	454	12	526	509	325	554	732	719	1,502	2,330	3,087
석유화학	455	334	326	263	285	291	315	270	1,377	1,161	1,489
유탄유	95	120	144	146	129	146	137	128	505	539	535
E&P	1	(45)	(33)	(73)	(27)	(5)	(1)	(1)	(150)	(34)	2
영업이익률(%)	8.8	4.0	8.2	6.7	5.8	8.6	10.2	9.8	7.0	8.6	11.2
정유	5.6	0.2	6.2	5.7	3.7	7.1	9.1	9.1	4.6	7.2	9.7
석유화학	19.5	15.4	14.2	10.3	11.7	11.3	12.2	11.2	14.7	11.6	15.0
유탄유	13.0	15.9	19.2	18.0	16.5	20.5	18.9	17.9	16.6	18.4	18.7
E&P	0.3	(17.9)	(11.4)	(24.2)	(10.5)	(1.6)	(0.4)	(0.2)	(13.6)	(2.8)	0.1

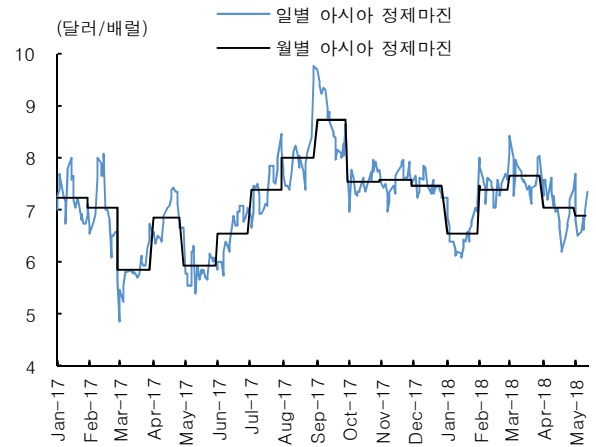
자료: 한국투자증권

[그림 1] 분기별 정제마진: spot vs. 1개월 후행



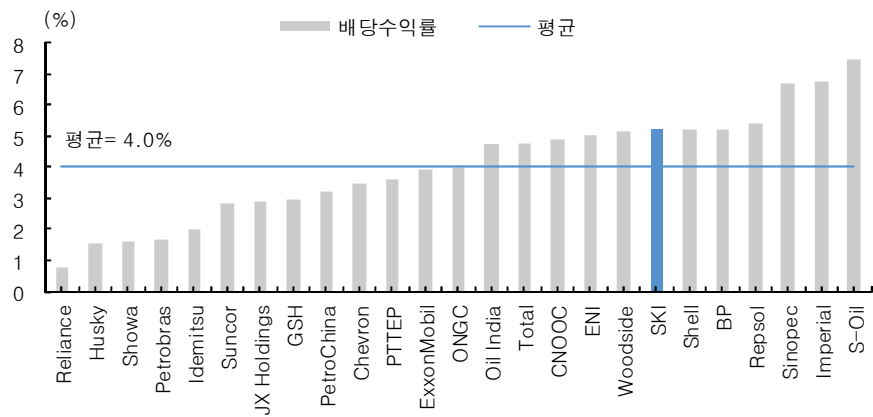
자료: 페트로넛, 한국투자증권

[그림 2] 일별 & 월평균 아시아 정제마진



자료: 페트로넛, 한국투자증권

[그림 3] Global peers: 배당수익률 비교(2018F)



자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 5〉 동종업체 밸류에이션

국내	시가총액 (백만달러)	PE (x)			EPS Growth (%)			PB (x)			ROE (%)			배당수익률(%)		
		2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F
SK이노베이션	17,555	8.2	9.1	6.7	105.1	25.9	34.9	0.8	1.1	0.9	10.1	12.0	14.8	4.4	3.9	5.2
S-Oil	11,106	8.2	10.9	9.2	90.9	3.4	19.4	1.5	2.0	1.8	20.5	18.8	20.6	7.3	5.0	6.8
GS	5,284	6.4	6.0	5.6	63.7	22.3	6.0	0.7	0.8	0.7	12.1	13.4	12.7	3.0	2.9	2.9
평균		7.6	8.7	7.2	86.6	17.2	20.1	1.0	1.3	1.1	14.2	14.7	16.0	4.9	3.9	5.0
해외																
Exxon Mobil	346,455	37.5	22.3	17.5	(51.2)	95.6	26.8	2.2	1.9	1.8	4.6	8.9	10.3	3.8	3.7	3.9
Petrochina	220,416	129.3	39.6	17.2	(78.9)	215.0	131.0	0.8	0.8	0.7	0.7	2.0	4.3	2.1	2.1	3.2
BP	154,152	1,031.3	25.2	15.7	NM	4,932.8	60.6	1.3	1.6	1.5	0.1	6.1	9.6	5.2	5.2	5.2
Sinopec	133,857	12.9	14.9	11.1	42.4	14.6	33.9	0.8	1.1	1.1	6.7	7.4	9.7	3.9	4.2	6.8
Petrobras	102,505	NA	39.6	12.1	NM	NM	226.2	0.8	1.4	1.3	(5.9)	3.9	8.0	NA	0.4	1.6
CNOOC	79,513	868.1	16.5	10.2	(97.8)	6,780.0	62.1	1.0	1.3	1.3	0.2	8.0	12.2	3.1	3.6	4.9
Reliance	92,206	10.4	20.7	16.9	26.0	(5.6)	22.1	1.3	2.3	2.0	13.2	11.2	12.3	NA	0.6	0.7
ONGC	36,041	21.3	11.7	9.9	(53.2)	143.6	17.8	0.9	1.2	1.0	6.8	10.5	10.9	3.2	3.6	3.9
Repsol	31,023	13.8	11.4	11.0	NM	25.9	3.8	0.6	0.8	0.8	5.8	6.9	7.1	0.0	0.0	5.4
PTTEP	16,845	37.9	17.7	14.1	NM	177.9	25.0	1.0	1.3	1.4	2.9	5.6	10.0	3.1	2.3	3.6
Thai Oil	5,669	6.9	8.8	9.3	74.2	(2.9)	(5.3)	1.4	1.5	1.4	21.3	19.4	15.7	5.9	5.6	5.0
Tonen	22,446	NA	12.2	7.3	NM	NM	66.6	0.7	1.1	1.0	(15.5)	10.3	15.6	2.6	2.3	2.7
IRPC	4,351	10.0	13.9	10.7	4.3	1.9	30.5	1.2	1.6	1.5	12.4	12.4	14.5	4.3	3.4	4.5
평균		198.1	19.6	12.5	(16.8)	1125.4	53.9	1.1	1.4	1.3	4.1	8.7	10.8	3.4	2.8	3.9

주: 5월 15일 종가 기준

자료: 블룸버그, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

2007년 설립해 정유사업, 배터리 및 정보전자소재 사업을 하는 회사. 주력 사업은 정유사업.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	14,988	16,219	15,687	15,262	17,306
현금성자산	2,644	2,004	2,650	2,362	2,321
매출채권및기타채권	4,404	5,467	4,366	4,356	5,018
재고자산	4,445	5,979	5,346	5,222	6,145
비유동자산	17,594	18,024	19,196	20,378	22,389
투자자산	2,567	2,820	2,837	2,837	3,321
유형자산	13,603	13,587	14,880	16,173	17,466
무형자산	1,272	1,521	1,401	1,290	1,510
자산총계	32,581	34,244	34,883	35,640	39,694
유동부채	8,737	9,955	8,191	8,046	7,952
매입채무및기타채무	6,473	7,731	6,220	6,075	7,111
단기차입금및단기사채	22	243	293	343	393
유동성장기부채	1,678	1,272	1,030	980	930
비유동부채	5,540	4,979	4,571	2,661	2,434
사채	4,123	3,233	2,193	333	0
장기차입금및금융부채	749	831	1,461	1,411	1,361
부채총계	14,276	14,934	12,762	10,706	10,386
지배주주지분	17,103	18,086	20,159	22,856	24,116
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,766	5,766	5,766	5,766
기타자본	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	10,671	12,042	14,115	16,812	18,072
비지배주주지분	1,202	1,224	1,312	1,428	1,516
자본총계	18,305	19,309	21,472	24,285	25,633

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	3,678	2,180	3,637	4,463	2,104
당기순이익	1,721	2,145	2,912	3,807	2,886
유형자산감가상각비	799	791	830	830	958
무형자산상각비	115	109	120	110	129
자산부채변동	268	(1,214)	160	(3)	(1,634)
기타	775	349	(385)	(281)	(235)
투자활동현금흐름	(2,056)	(1,066)	(2,199)	(1,730)	(3,163)
유형자산투자	(607)	(938)	(2,197)	(2,197)	(2,326)
유형자산매각	40	75	75	75	75
투자자산순증	(1,434)	629	356	397	(148)
무형자산순증	(55)	(70)	0	0	(349)
기타	0	(762)	(433)	(5)	(415)
재무활동현금흐름	(2,019)	(1,671)	(1,441)	(3,021)	(2,009)
자본의증가	0	1	0	0	0
차입금의순증	(1,569)	(911)	(602)	(1,910)	(383)
배당금지급	(451)	(757)	(746)	(981)	(1,270)
기타	1	(4)	(93)	(130)	(356)
기타현금흐름	21	(84)	0	0	0
현금의증가	(375)	(640)	(3)	(287)	(3,068)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

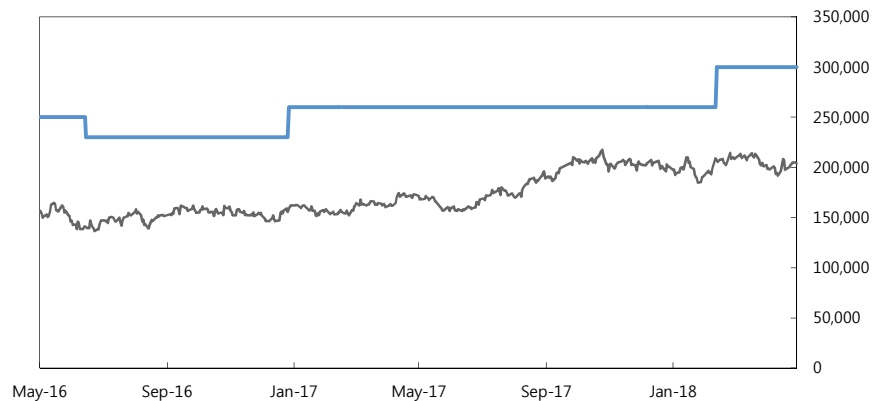
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	39,521	46,261	46,622	45,780	53,587
매출원가	34,562	40,905	40,737	38,780	47,384
매출총이익	4,959	5,356	5,885	6,999	6,204
판매관리비	1,730	2,121	1,890	1,886	2,237
영업이익	3,228	3,234	3,996	5,113	3,967
금융수익	1,792	1,883	856	824	801
이자수익	85	76	68	97	75
금융비용	2,082	2,053	1,012	893	828
이자비용	253	206	168	157	93
기타영업외손익	(391)	(141)	(281)	(365)	(428)
관계기업관련손익	(124)	311	372	397	336
세전계속사업이익	2,423	3,235	3,931	5,076	3,848
법인세비용	702	1,079	1,019	1,269	962
연결당기순이익	1,721	2,145	2,912	3,807	2,886
지배주주지분순이익	1,671	2,104	2,823	3,691	2,798
기타포괄이익	(10)	(267)	0	0	0
총포괄이익	1,711	1,878	2,912	3,807	2,886
지배주주지분포괄이익	1,661	1,847	2,823	3,691	2,798
EBITDA	4,143	4,134	4,945	6,053	5,054

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 (원)					
EPS	17,934	22,574	30,463	39,944	30,277
BPS	183,956	194,441	216,568	245,345	258,790
DPS	6,400	8,000	10,611	13,745	16,641
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(18.3)	17.1	0.8	(1.8)	17.1
영업이익증가율	63.1	0.2	23.5	28.0	(22.4)
순이익증가율	105.1	25.9	34.2	30.7	(24.2)
EPS증가율	105.1	25.9	34.9	31.1	(24.2)
EBITDA증가율	41.3	(0.2)	19.6	22.4	(16.5)
수익성(%)					
영업이익률	8.2	7.0	8.6	11.2	7.4
순이익률	4.2	4.5	6.1	8.1	5.2
EBITDA Margin	10.5	8.9	10.6	13.2	9.4
ROA	5.4	6.4	8.4	10.8	7.7
ROE	10.1	12.0	14.8	17.2	11.9
배당수익률	4.4	3.9	5.2	6.7	8.2
배당성향	35.7	35.4	34.7	34.4	55.0
안정성					
순차입금(십억원)	924	1,327	(1,296)	(2,923)	(3,692)
차입금/자본총계비율(%)	36.5	29.4	19.8	9.6	7.6
Valuation(X)					
PER	8.2	9.1	6.7	5.1	6.7
PBR	0.8	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.8	5.2	3.8	2.9	3.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK이노베이션(096770)	2016.04.24	매수	250,000원	-39.0	-34.2
	2016.06.30	매수	230,000원	-33.9	-29.6
	2017.01.11	매수	260,000원	-31.7	-16.3
	2018.01.11	1년경과		-24.1	-19.2
	2018.02.27	매수	300,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 15일 현재 SK이노베이션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK이노베이션 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로서 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.