

SK이노베이션(096770)

악재는 지나갔다

유가 급락으로 영업적자 기록
그러나 유가관련 파생상품 이익으로 순이익 컨센서스 상회
유가는 이미 반등. 실적은 V자 반등 후 구조적 상승기에 진입할 전망

Facts : 전략적 선택이 빚어낸 순이익 surprise

4분기 영업적자는 2,788억원으로 당사 추정치를 1,200억원 하회했고 컨센서스 또한 큰 폭으로 하회했다. 유가 하락에 따른 정유부문 손실은 예상수준이었다. 그러나 석유화학 및 윤활유 부문의 영업이익이 재고평가 손실과 구매심리 악화에 따른 시황 부진으로 추정치를 1,280억원 하회했다. 한편, 순손실을 예상했으나, 순이익 2,268억원 기록하며 당사 추정치를 3,407억원, 컨센서스 또한 큰 폭으로 상회했다. 3분기 높은 유가에 파생상품 계약을 체결하는 일회성 전략으로 영업외 파생상품관련 이익이 6,552억원 발생했기 때문이다. 이는 정유부문의 재고평가손실 4,253억원을 상회하는 규모다. 재고의 평가 기준유가는 56달러/배럴 수준으로 추정된다. 따라서 Dubai 기준 현재 유가가 지속될 경우 1,000억원 가량의 재고평가 이익이 1분기에 환입될 것으로 추정된다.

Pros & cons : 유가는 이미 반등 중

정유부문은 유가 하락에 따른 재고평가손실 및 한달 후행정제마진 적자전환으로 당사 추정치 수준인 5,547억원의 영업적자를 기록했다. 그러나 유가 상승과 정기보수에 따른 정제마진 정상화로 1분기부터 실적은 V자로 반등할 전망이다. 석유화학 영업이익은 전분기대비 28% 감소하고 당사 추정치는 754억원 하회했다. 가파른 유가 하락으로 석유화학부문 또한 재고평가손실이 789억원 발생했기 때문이다. 윤활유 영업이익도 전분기대비 44% 감소하고 추정치를 528억원 하회했다. 재고평가손실 145억원이 발생하고 비수기가운데 구매심리도 약세 전환되며 제품믹스가 악화됐기 때문이다.

Action : 순차적으로 열릴 잠재 상승요인들이 대기 중

적극적으로 매수할 시기다. 부진한 실적에도 불구하고 주주환원을 위해 작년과 동일한 배당금을 유지함에 따라 배당성향은 2018년 44%로 전년대비 9%p 증가했다. 상반기는 유가 상승과 정제마진 정상화로 실적이 V자로 반등할 것이다. 하반기는 미국 원유수출 파이프라인 완공에 따른 원가경쟁력 회복이 기다리고 있다. 내년에는 IMO에 따른 구조적 등경유 마진 확대에 더불어 SK이노베이션의 신규

하 회 부 합 상 회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 280,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/31)	2,205
주가(1/31)	188,500
시가총액(십억원)	17,430
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	225,500/166,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	44,314
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.6/37.9
주요주주(%)	SK 외 2 인 33.4
	국민연금 9.7

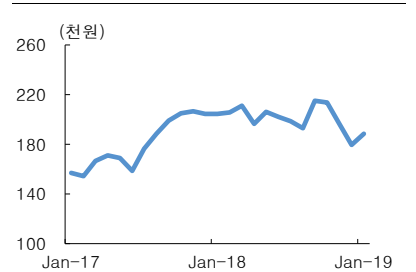
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	9.1	10.3	6.8
PBR(x)	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	12.0	9.1	13.0
DY(%)	3.9	4.2	5.0
EV/EBITDA(x)	5.2	6.9	4.2
EPS(원)	22,574	18,260	27,875
BPS(원)	194,441	193,782	213,302

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.0	(5.0)	(7.8)
KOSPI 대비(%p)	(3.0)	(1.1)	6.3

주가추이



자료: FnGuide

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

탈황설비 가동 그리고 자동차 배터리의 흑자전환이 전망된다.

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	12,553.9	12,166.1	13,438.0	14,958.7	13,948.1	(6.8)	11.1	13,839.1
영업이익	845.3	711.6	851.6	835.8	(278.8)	(133.4)	(133.0)	74.2
영업이익률	6.7	5.8	6.3	5.6	(2.0)	(0.7)	(2.6)	0.5
세전이익	661.4	678.9	738.6	684.2	277.0	(59.5)	(58.1)	120.0
순이익	295.5	458.3	499.2	444.3	248.7	(44.0)	(15.8)	33.0

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018			2019F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	52,046	54,511	4.7	45,420	45,406	(0.0)
영업이익	2,241	2,120	(5.4)	3,734	3,700	(0.9)
영업이익률	4.3	3.9	(0.4)	8.2	8.1	(0.1)
세전이익	1,943	2,379	22.4	3,771	3,739	(0.9)
순이익	1,329	1,668	25.5	2,559	2,537	(0.9)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	11,323	11,398	11,438	11,247	46,261	54,511	45,406
영업이익	712	852	836	(279)	654	857	992	1,197	3,234	2,120	3,700
영업이익률(%)	5.8	6.3	5.6	(2.0)	5.8	7.5	8.7	10.6	7.0	3.9	8.1
순이익	499	499	444	225	445	587	682	822	2,104	1,668	2,537
증가율(% YoY)											
매출액	6.8	27.2	27.2	11.1	(6.9)	(15.2)	(23.5)	(19.4)	17.1	17.8	(16.7)
영업이익	(29.1)	102.2	(13.3)	(133.0)	(8.1)	0.6	18.7	(529.4)	0.2	(34.4)	74.5
순이익	(41.1)	79.3	(34.9)	(23.7)	(10.8)	17.7	53.6	264.8	25.9	(20.7)	52.1
증가율(% QoQ)											
매출액	(3.1)	10.5	11.3	(6.8)	(18.8)	0.7	0.3	(1.7)			
영업이익	(15.8)	19.7	(1.9)	(133.4)	(334.4)	31.1	15.8	20.7			
순이익	68.9	(0.0)	(11.0)	(49.3)	97.7	31.8	16.2	20.5			
컨센서스 추정 영업이익					557	732	714	764			2,782
차이(%)					17.3	17.0	38.9	56.8			33.0
KIS 추정 영업이익 변화(%)					(5.0)	(0.0)	0.0	(0.0)			(0.9)

자료: Bloomberg, 한국투자증권

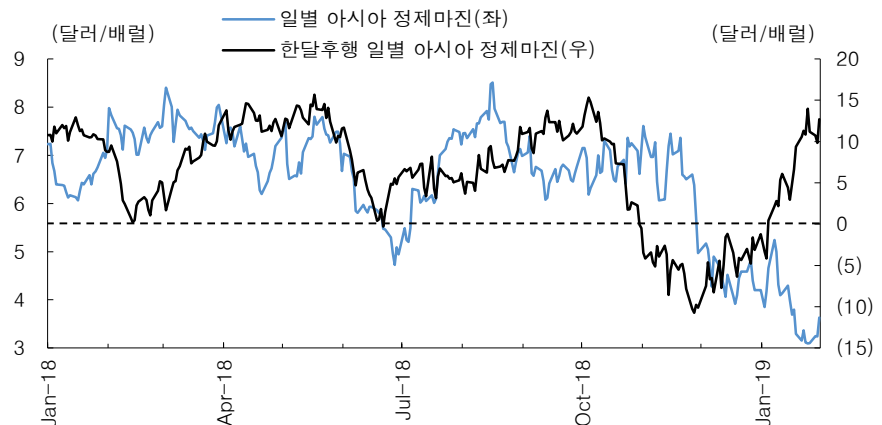
〈표 4〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	11,323	11,398	11,438	11,247	46,261	54,511	45,406
정유	8,687	9,773	10,900	9,833	7,694	7,694	7,694	7,694	32,771	39,194	30,775
석유화학	2,439	2,532	2,886	2,828	2,510	2,590	2,634	2,446	9,339	10,684	10,180
운환유	780	818	823	846	777	777	777	777	3,047	3,266	3,108
E&P 및 기타	260	316	350	441	342	337	333	331	1,103	1,367	1,344
영업이익	712	852	836	(279)	654	857	992	1,197	3,234	2,120	3,700
정유	325	533	408	(554)	325	494	602	812	1,502	713	2,233
석유화학	285	238	346	250	291	301	320	325	1,377	1,118	1,237
운환유	129	126	132	74	113	137	145	135	505	461	530
E&P 및 기타	(27)	(46)	(50)	(48)	(75)	(75)	(75)	(75)	(150)	(171)	(300)
영업이익률(%)	5.8	6.3	5.6	(2.0)	5.8	7.5	8.7	10.6	7.0	3.9	8.1
정유	3.7	5.5	3.7	(5.6)	4.2	6.4	7.8	10.6	4.6	1.8	7.3
석유화학	11.7	9.4	12.0	8.8	11.6	11.6	12.1	13.3	14.7	10.5	12.2
운환유	16.5	15.4	16.0	8.8	14.5	17.6	18.7	17.4	16.6	14.1	17.1
E&P 및 기타	(10.5)	(14.5)	(14.3)	(11.0)	(21.9)	(22.2)	(22.5)	(22.7)	(13.6)	(12.5)	(22.3)

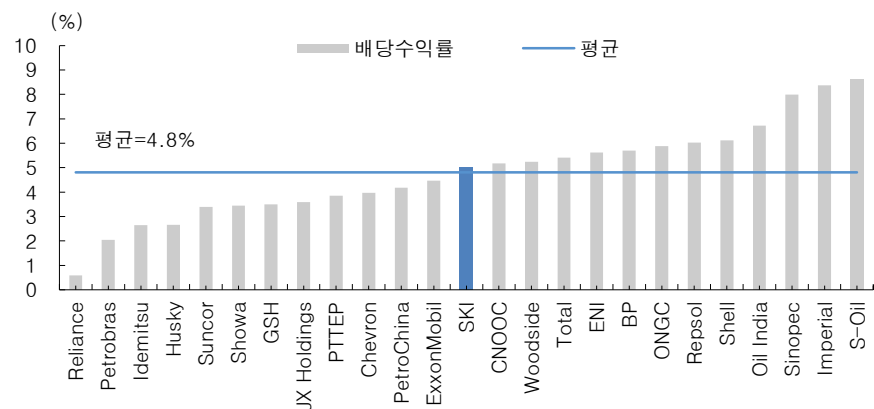
자료: 한국투자증권

[그림 1] 한달 후행기준 정제마진 상승에 이어 스팟 정제마진도 반등 전망



자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 2] Global peer: 배당수익률 비교(2019F)

주: 1월 31일 증가 기준
자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 5〉 동종업체 밸류에이션

국내	시가총액 (백만달러)	PER(x)			EPS 증감률(%)			PBR(x)			ROE(%)			배당수익률(%)		
		2017	2018	2019F	2017	2018	2019F	2017	2018	2019F	2017	2018	2019F	2017	2018	2019F
SK이노베이션	15,657	9.1	9.8	6.8	25.9	(19.1)	52.7	1.1	0.9	0.9	12.0	9.1	13.0	3.9	4.5	5.0
S-Oil	10,568	38.5	7.0	5.1	3.4	(73.3)	451.5	2.0	1.6	1.3	18.8	5.0	24.9	1.5	8.1	11.2
GS	4,540	6.0	5.4	4.0	22.4	(9.0)	44.4	0.8	0.6	0.5	13.4	11.0	14.1	2.9	3.7	3.5
평균		17.9	8.6	5.1	17.2	(44.7)	205.8	1.3	1.0	0.9	14.7	7.1	17.4	2.8	5.4	6.7
해외																
Exxon Mobil	306,062	23.3	16.0	15.5	146.3	(2.7)	3.3	1.9	1.6	1.6	11.1	10.2	9.9	4.5	4.5	4.7
Petrochina	190,223	37.8	13.4	13.2	200.0	170.0	1.2	0.7	0.6	0.6	1.9	5.0	4.9	3.5	4.2	4.2
BP	138,317	41.1	11.6	12.4	2,719.7	242.4	(6.5)	1.4	1.3	1.3	3.5	11.2	10.9	5.9	5.7	5.8
Sinopec	102,954	11.3	10.1	10.0	10.4	31.9	1.1	0.8	0.9	0.9	7.1	9.2	9.2	10.3	8.0	7.6
Petrobras	98,407	2,118.8	10.1	9.1	NM	NM	10.7	0.8	1.3	1.0	(0.2)	12.2	11.2	1.1	2.1	2.7
CNOOC	74,661	17.0	9.1	9.6	5,400.0	125.1	(5.4)	1.1	1.2	1.1	6.5	14.2	12.6	4.6	5.2	4.9
Reliance	108,261	13.0	20.9	18.2	0.4	14.8	14.7	1.5	2.5	2.2	12.1	12.3	12.7	0.5	0.6	0.6
ONGC	25,524	9.7	7.4	5.7	184.6	0.3	31.1	1.2	0.8	0.8	12.5	10.9	14.8	2.5	5.2	5.9
Repsol	27,252	10.9	9.8	9.0	16.4	14.4	9.3	0.8	0.8	0.7	7.0	7.9	8.1	0.0	0.0	6.3
PTTEP	15,758	22.0	12.2	12.4	64.4	123.8	(1.6)	1.2	1.3	1.2	5.1	10.4	9.9	3.6	3.8	3.9
Thai Oil	4,767	8.5	10.4	9.9	17.1	(42.5)	5.3	1.7	1.2	1.1	21.7	11.5	11.4	7.2	4.6	4.7
Tonen	18,476	9.1	6.0	5.3	NM	62.6	14.9	0.8	0.8	0.7	9.4	15.6	14.0	3.4	3.2	3.6
IRPC	3,794	12.6	12.5	10.5	16.7	(17.3)	19.4	1.6	1.3	1.2	13.5	11.2	12.0	6.7	4.1	4.7
평균		179.6	11.5	10.8	797.8	60.2	7.5	1.2	1.2	1.1	8.5	10.9	10.9	4.1	3.9	4.6

주: 1월 31일 종가 기준

자료: Bloomberg, 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	17,543	15,287	16,483
현금성자산	2,644	2,004	2,498	3,741	5,118
매출채권및기타채권	4,404	5,467	5,151	4,154	4,129
재고자산	4,445	5,979	7,411	5,193	5,044
비유동자산	17,594	18,024	19,293	20,687	22,474
투자자산	2,567	2,820	3,316	3,316	3,316
유형자산	13,603	13,587	13,944	15,189	16,834
무형자산	1,272	1,521	1,941	2,090	2,232
자산총계	32,581	34,244	36,836	35,974	38,957
유동부채	8,737	9,955	10,334	7,992	8,175
매입채무및기타채무	6,473	7,731	6,110	4,281	4,159
단기차입금및단기사채	22	243	241	291	342
유동성장기부채	1,678	1,272	1,030	980	1,250
비유동부채	5,540	4,979	7,203	6,773	6,823
사채	4,123	3,233	3,649	3,269	3,319
장기차입금및금융부채	749	831	1,884	1,834	1,834
부채총계	14,276	14,934	17,537	14,765	14,999
지배주주지분	17,103	18,086	18,024	19,853	22,494
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,766	4,591	4,591	4,591
기타자본	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	10,671	12,042	12,916	14,745	17,386
비지배주주지분	1,202	1,224	1,275	1,355	1,465
자본총계	18,305	19,309	19,299	21,208	23,959

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	3,678	2,180	995	4,354	4,220
당기순이익	1,721	2,145	1,668	2,537	3,481
유형자산감가상각비	799	791	840	851	851
무형자산상각비	115	109	87	99	107
자산부채변동	268	(1,214)	(1,295)	1,158	43
기타	775	349	(305)	(291)	(262)
투자활동현금흐름	(2,056)	(1,066)	335	(1,974)	(2,374)
유형자산투자	(607)	(938)	(1,271)	(2,171)	(2,571)
유형자산매각	40	75	75	75	75
투자자산순증	(1,434)	629	56	371	371
무형자산순증	(55)	(70)	(507)	(249)	(249)
기타	0	(762)	1,982	0	0
재무활동현금흐름	(2,019)	(1,671)	(835)	(1,138)	(469)
자본의증가	0	1	(1,175)	(0)	0
차입금의순증	(1,569)	(911)	1,134	(430)	371
배당금지급	(451)	(757)	(746)	(706)	(837)
기타	1	(4)	(48)	(2)	(3)
기타현금흐름	21	(84)	0	0	0
현금의증가	(375)	(640)	495	1,243	1,377

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

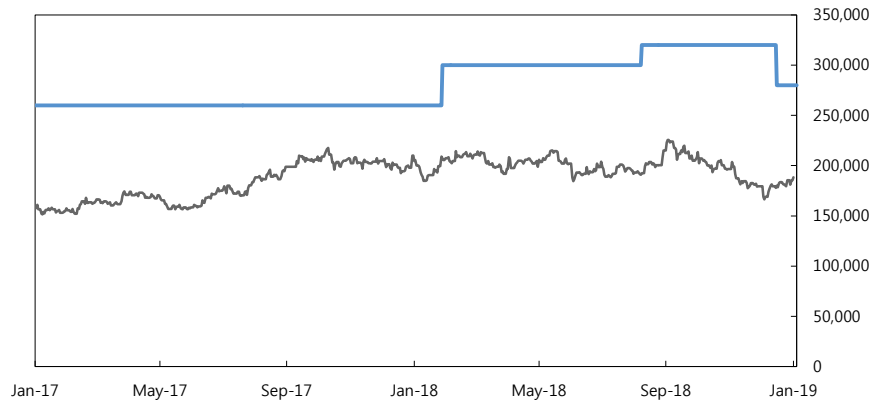
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	39,521	46,261	54,511	45,406	44,982
매출원가	34,562	40,905	50,579	40,142	38,351
매출총이익	4,959	5,356	3,932	5,265	6,631
판매관리비	1,730	2,121	1,812	1,565	1,583
영업이익	3,228	3,234	2,120	3,700	5,048
금융수익	1,792	1,883	2,616	1,289	1,291
이자수익	85	76	79	127	133
금융비용	2,082	2,053	2,357	1,250	1,209
이자비용	253	206	243	282	249
기타영업외손익	(391)	(141)	(312)	(371)	(371)
관계기업관련손익	(124)	311	312	371	371
세전계속사업이익	2,423	3,235	2,379	3,739	5,129
법인세비용	702	1,079	705	1,122	1,539
연결당기순이익	1,721	2,145	1,668	2,537	3,481
지배주주지분순이익	1,671	2,104	1,651	2,458	3,372
기타포괄이익	(10)	(267)	242	0	0
총포괄이익	1,711	1,878	1,910	2,537	3,481
지배주주지분포괄이익	1,661	1,847	1,890	2,460	3,375
EBITDA	4,143	4,134	3,047	4,650	6,006

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	17,934	22,574	18,260	27,875	38,242
BPS	183,956	194,441	193,782	213,302	241,483
DPS	6,400	8,000	8,000	9,491	13,155
성장성(% YoY)					
매출증가율	(18.3)	17.1	17.8	(16.7)	(0.9)
영업이익증가율	63.1	0.2	(34.4)	74.5	36.4
순이익증가율	105.1	25.9	(21.5)	48.9	37.2
EPS증가율	105.1	25.9	(19.1)	52.7	37.2
EBITDA증가율	41.3	(0.2)	(26.3)	52.6	29.2
수익성(%)					
영업이익률	8.2	7.0	3.9	8.1	11.2
순이익률	4.2	4.5	3.0	5.4	7.5
EBITDA Margin	10.5	8.9	5.6	10.2	13.4
ROA	5.4	6.4	4.7	7.0	9.3
ROE	10.1	12.0	9.1	13.0	15.9
배당수익률	4.4	3.9	4.2	5.0	7.0
배당성향	35.7	35.4	42.8	34.1	34.4
안정성					
순차입금(십억원)	924	1,327	2,435	762	(244)
차입금/자본총계비율(%)	36.5	29.4	30.8	26.0	24.6
Valuation(X)					
PER	8.2	9.1	10.3	6.8	4.9
PBR	0.8	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.8	5.2	6.9	4.2	3.1

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK이노베이션 (096770)	2017.01.11	매수	260,000원	-31.7	-16.3
	2018.01.11	1년경과		-24.1	-19.2
	2018.02.27	매수	300,000원	-32.9	-28.3
	2018.09.07	매수	320,000원	-38.1	-29.5
	2019.01.15	매수	280,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 31일 현재 SK이노베이션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK이노베이션 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 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 자료로써 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.