

# SK이노베이션(096770)

## 가까이 다가온 IMO의 최대 수혜주

3분기 영업이익 전분기대비 2% 감소, 컨센서스 7% 상회  
재고평가이익이 전분기대비 감소한 것을 감안하면 사실상 실적은 개선  
정유부문의 겨울 성수기 진입과 IMO의 최대 수혜주임을 주목할 시기

### Facts : 영업이익 컨센서스 7% 상회

영업이익은 전분기대비 2% 감소하고 컨센서스는 7% 상회했다. 당사 추정치는 큰 폭으로 상회했는데, 이는 유가로 인한 재고평가 이익과 화학부문 실적이 예상을 상회했기 때문이다. 유가 강세로 인한 재고평가 이익은 1,607억원이 인식되었지만, 전분기대비 713억원 감소했음에도 불구하고 3분기와 유사한 실적을 기록했다. 이는 전 사업부에 걸쳐 고르게 제품마진이 개선되었기 때문이다. 한편, 순이익이 컨센서스를 하회한 이유는 유가 강세로 원유 파생상품 손실 1,200억원 발생했기 때문이다.

### Pros & cons : 주력 제품 마진 고르게 개선

정유부문에서 유가 관련 재고평가 이익을 제거해도 당사 추정치를 698억원을 상회했다. 고도화설비인 HOU 가동률이 전분기대비 15%p 상승하며 제품믹스가 개선된 것으로 추정되고 기초설비인 CDU의 가동률 또한 4%p 상승한 것이 추정치를 상회한 요인이다. 화학부문 영업이익은 전분기대비 45% 증가하고 당사 추정치를 7% 상회했다. PX 스프레드가 개선됨과 같이 PX 설비 가동률도 전분기대비 11%p 상승했기 때문이다. 윤활유부문 영업이익은 전분기대비 5% 개선되었다. 다만, 비수기로 인한 가격하락과 원재료인 유가 상승을 감안하면 earnings surprise라 생각한다. 이는 고부가가치 제품의 판매비중 상승으로 마진이 개선되었기 때문이다.

### Action : IMO 최대 수혜주

매수 관점을 강화할 시기다. 첫째, 겨울 성수기진입으로 주력제품인 등경유 마진이 빠르게 개선되고 있다. 낮은 재고수준과 타이트한 수급을 감안하면 등경유 강세에 따른 정제마진 급등이 예상된다. 둘째, PTA 증설과 polyester 수요 강세로 PX 스프레드가 예상을 상회할 가능성이 높다. 셋째, 국내 정유사 중 IMO의 항 함유량 규제에 가장 유리한 위치에 있다. 저유황 연료유를 유일하게 생산하는 정유사이며 IMO로 인해 가격이 급등할 제품비중이 60% 전후로 가장 높다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 320,000원(유지)

### Stock Data

주가(11/2, 원)	207,000
시가총액(십억원)	19,140
자본금(십억원)	469
52주 최고/최저가(원)	225,500/184,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	46,181
외국인지분율(%)	39.3
유동주식비율(%)	60.6
주요주주(%)	SK 외 2 인 33.4
	국민연금 9.7

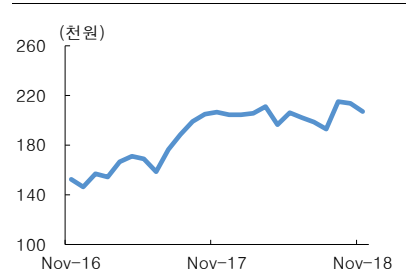
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	9.1	9.1	6.0
PBR(x)	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	12.0	11.2	15.1
DY(%)	3.9	3.8	5.7
EV/EBITDA(x)	5.2	5.4	4.1
EPS(원)	22,574	22,830	34,339
BPS(원)	194,441	202,877	228,810

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.2)	(0.7)	1.2
KOSPI 대비(%)	1.0	15.6	18.9

### 주가추이



자료: FnGuide

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	11,759	12,554	12,166	13,438	14,959	11.3	27.2	14,405
영업이익	964	845	712	852	836	(1.9)	(13.3)	784
영업이익률	8.2	6.7	5.8	6.3	5.6	(0.7)	(2.6)	5.4
세전이익	977	661	679	739	684	(7.4)	(30.0)	765
순이익	683	295	499	499	444	(11.0)	(34.9)	541

자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	49,782	55,504	11.5	47,711	58,328	22.3
영업이익	3,069	3,297	7.4	4,539	4,354	(4.1)
영업이익률	6.2	5.9	(0.2)	9.5	7.5	(2.0)
세전이익	2,899	2,998	3.4	4,581	4,357	(4.9)
순이익	2,062	2,086	1.2	3,286	3,126	(4.9)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	12,166	13,438	14,959	14,941	14,563	14,623	14,663	14,478	46,261	55,504	58,328
영업이익	712	852	836	898	1,165	979	1,023	1,188	3,234	3,297	4,354
영업이익률(%)	5.8	6.3	5.6	6.0	8.0	6.7	7.0	8.2	7.0	5.9	7.5
순이익	499	499	444	643	833	701	736	856	2,104	2,086	3,126
증가율(% YoY)											
매출액	6.8	27.2	27.2	19.0	19.7	8.8	(2.0)	(3.1)	17.1	20.0	5.1
영업이익	(29.1)	102.2	(13.3)	6.2	63.7	14.9	22.4	32.3	0.2	1.9	32.1
순이익	(41.1)	79.3	(34.9)	117.7	66.9	40.5	65.6	33.0	25.9	(0.9)	49.9
증가율(% QoQ)											
매출액	(3.1)	10.5	11.3	(0.1)	(2.5)	0.4	0.3	(1.3)			
영업이익	(15.8)	19.7	(1.9)	7.4	29.7	(16.0)	4.5	16.1			
순이익	68.9	(0.0)	(11.0)	44.8	29.6	(15.9)	4.9	16.3			
컨센서스 추정 영업이익				774	749	754	793	821		3,087	3,189
차이(%)				16.0	55.5	29.8	29.0	44.8		6.8	36.5
KIS 추정 영업이익 변화(%)				(1.0)	(3.7)	(5.2)	(4.8)	(2.9)		7.4	(4.1)

자료: Bloomberg, 한국투자증권

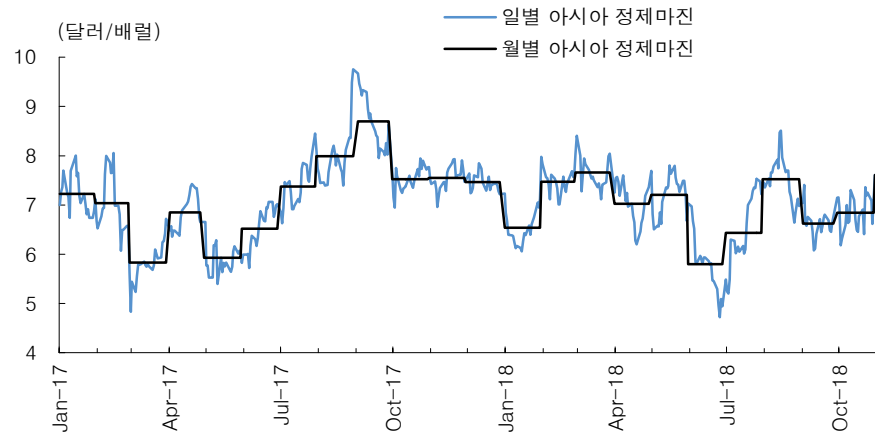
〈표 4〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	12,166	13,438	14,959	14,941	14,563	14,623	14,663	14,478	46,261	55,504	58,328
정유	8,687	9,773	10,900	10,984	10,984	10,984	10,984	10,984	32,771	40,344	43,936
석유화학	2,439	2,532	2,886	2,811	2,436	2,502	2,545	2,362	9,339	10,667	9,845
운활유	780	818	823	826	826	826	826	826	3,047	3,247	3,306
E&P 및 기타	260	316	350	320	316	311	308	305	1,103	1,246	1,240
영업이익	712	852	836	898	1,165	979	1,023	1,188	3,234	3,297	4,354
정유	325	533	408	467	748	529	525	733	1,502	1,734	2,534
석유화학	285	238	346	350	337	354	393	350	1,377	1,218	1,433
운활유	129	126	132	131	129	136	145	135	505	518	546
E&P 및 기타	(27)	(46)	(50)	(50)	(50)	(40)	(40)	(30)	(150)	(173)	(160)
영업이익률(%)	5.8	6.3	5.6	6.0	8.0	6.7	7.0	8.2	7.0	5.9	7.5
정유	3.7	5.5	3.7	4.3	6.8	4.8	4.8	6.7	4.6	4.3	5.8
석유화학	11.7	9.4	12.0	12.5	13.8	14.1	15.4	14.8	14.7	11.4	14.6
운활유	16.5	15.4	16.0	15.8	15.7	16.5	17.6	16.3	16.6	15.9	16.5
E&P 및 기타	(10.5)	(14.5)	(14.3)	(15.6)	(15.8)	(12.8)	(13.0)	(9.8)	(13.6)	(13.9)	(12.9)

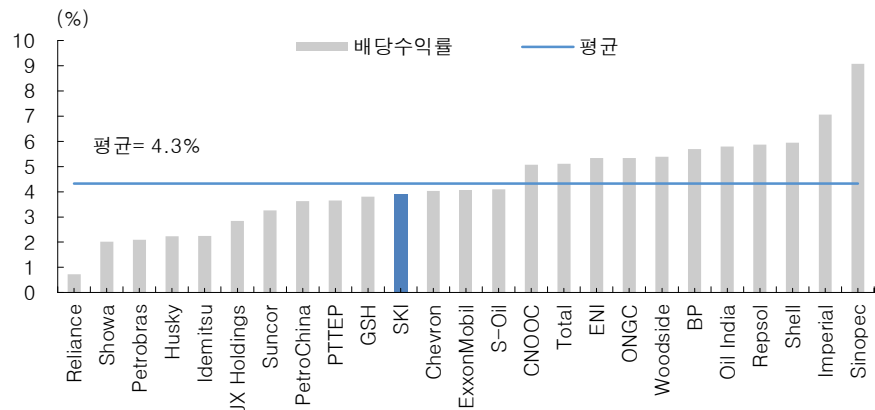
자료: 한국투자증권

[그림 1] 겨울 성수기로 정제마진 강세 전망



자료: Petronet, 한국투자증권

[그림 2] Global peers: 배당수익률 비교(2018F)

주: 11월 1일 종가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 5〉 동종업체 밸류에이션

국내	시가총액 (백만달러)	PER(x)			EPS 증감률(%)			PBR(x)			ROE(%)			배당수익률(%)		
		2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F
SK이노베이션	16,570	9.1	8.6	5.2	25.9	0.9	63.7	1.1	1.0	0.8	12.0	11.1	16.3	3.9	4.0	6.4
S-Oil	11,856	10.9	15.4	7.0	3.4	(20.8)	120.0	2.0	2.1	1.7	18.8	14.1	27.1	5.0	3.7	8.9
GS	3,947	6.0	7.9	5.6	22.4	(35.9)	39.6	0.8	0.6	0.5	13.4	7.8	9.9	2.9	3.4	3.4
평균		8.7	10.6	6.0	17.2	(18.6)	74.4	1.3	1.2	1.0	14.7	11.0	17.8	3.9	3.7	6.2
해외																
Exxon Mobil	341,541	23.3	17.5	13.9	146.3	(0.5)	26.4	1.9	1.8	1.7	11.1	10.2	12.3	3.9	4.0	4.2
Petrochina	207,376	37.8	14.8	12.9	200.0	187.5	15.1	0.7	0.8	0.7	1.9	5.0	5.8	3.0	3.7	4.0
BP	141,169	41.1	12.2	10.9	2719.7	235.5	12.1	1.4	1.4	1.3	3.5	11.2	12.1	5.5	5.8	5.8
Sinopec	107,213	11.3	8.6	8.5	10.4	56.0	0.9	0.8	0.9	0.9	7.1	11.0	11.1	10.6	9.1	9.1
Petrobras	101,303	3,305.9	10.3	7.9	NM	NM	31.4	0.8	1.3	1.1	(0.2)	12.6	14.3	1.1	2.1	2.7
CNOOC	76,595	17.0	9.2	8.0	5400.0	134.4	14.5	1.1	1.3	1.2	6.5	14.5	15.1	4.5	5.1	5.7
Reliance	91,144	13.0	18.2	15.1	0.4	14.8	20.5	1.5	2.1	1.9	12.1	12.3	13.2	0.6	0.7	0.7
ONGC	26,949	9.7	8.1	6.2	184.6	0.3	29.5	1.2	0.8	0.8	12.5	10.9	14.1	4.3	4.8	5.3
Repsol	28,326	10.9	9.5	8.2	16.4	21.8	15.2	0.8	0.8	0.7	7.0	8.2	8.4	0.0	0.0	6.2
PTTEP	16,651	22.0	13.1	11.4	64.4	132.8	15.1	1.2	1.4	1.3	5.1	10.9	11.9	3.3	3.6	4.2
Thai Oil	5,224	8.5	9.1	9.2	17.1	(23.9)	(1.0)	1.7	1.3	1.2	21.7	14.5	13.1	6.2	4.9	4.7
Tonen	22,668	9.1	7.6	6.0	NM	62.6	25.9	0.8	1.0	0.9	9.1	15.6	15.3	2.7	2.6	2.8
IRPC	3,757	12.6	10.4	9.7	16.7	3.4	7.3	1.6	1.3	1.2	13.5	13.5	12.9	6.4	4.7	5.0
평균		270.9	11.4	9.8	797.8	68.7	16.4	1.2	1.2	1.2	8.5	11.6	12.3	4.0	3.9	4.7

주: 11월 1일 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	16,190	16,458	18,295
현금성자산	2,644	2,004	929	1,812	3,864
매출채권및기타채권	4,404	5,467	5,147	4,988	4,966
재고자산	4,445	5,979	7,336	6,930	6,743
비유동자산	17,594	18,024	19,428	20,848	22,203
투자자산	2,567	2,820	2,994	2,994	2,994
유형자산	13,603	13,587	13,743	13,843	13,943
무형자산	1,272	1,521	2,549	3,869	5,125
자산총계	32,581	34,244	35,618	37,306	40,498
유동부채	8,737	9,955	9,912	9,501	9,655
매입채무및기타채무	6,473	7,731	6,126	5,787	5,631
단기차입금및단기사채	22	243	52	102	153
유동성장기부채	1,678	1,272	1,030	980	1,250
비유동부채	5,540	4,979	5,549	5,119	5,169
사채	4,123	3,233	2,581	2,201	2,251
장기차입금및금융부채	749	831	1,871	1,821	1,821
부채총계	14,276	14,934	15,462	14,621	14,824
지배주주지분	17,103	18,086	18,876	21,307	24,173
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,766	5,037	5,037	5,037
기타자본	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	10,671	12,042	13,321	15,752	18,618
비지배주주지분	1,202	1,224	1,280	1,379	1,502
자본총계	18,305	19,309	20,157	22,685	25,674

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	3,678	2,180	1,197	4,101	4,820
당기순이익	1,721	2,145	2,086	3,126	3,913
유형자산감가상각비	799	791	834	840	840
무형자산상각비	115	109	91	152	217
자산부채변동	268	(1,214)	(1,533)	205	47
기타	775	349	(281)	(222)	(197)
투자활동현금흐름	(2,056)	(1,066)	(602)	(2,092)	(2,092)
유형자산투자	(607)	(938)	(1,065)	(1,014)	(1,014)
유형자산매각	40	75	75	75	75
투자자산순증	(1,434)	629	352	320	320
무형자산순증	(55)	(70)	(1,119)	(1,472)	(1,472)
기타	0	(762)	1,155	(1)	(1)
재무활동현금흐름	(2,019)	(1,671)	(1,670)	(1,125)	(676)
자본의증가	0	1	(728)	(0)	(0)
차입금의순증	(1,569)	(911)	(136)	(430)	371
배당금지급	(451)	(757)	(746)	(693)	(1,044)
기타	1	(4)	(60)	(2)	(3)
기타현금흐름	21	(84)	0	0	0
현금의증가	(375)	(640)	(1,075)	883	2,052

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

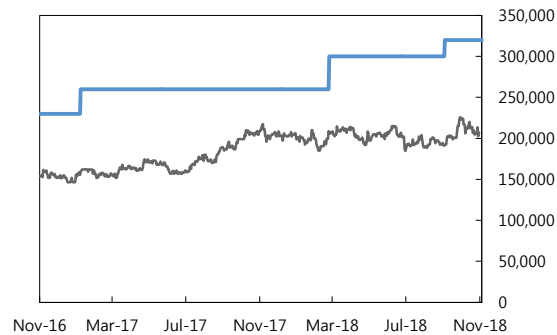
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	39,521	46,261	55,504	58,328	57,913
매출원가	34,562	40,905	50,256	51,903	50,423
매출총이익	4,959	5,356	5,248	6,425	7,490
판매관리비	1,730	2,121	1,951	2,071	2,088
영업이익	3,228	3,234	3,297	4,354	5,402
금융수익	1,792	1,883	1,784	1,197	1,214
이자수익	85	76	72	92	108
금융비용	2,082	2,053	2,083	1,195	1,161
이자비용	253	206	223	235	201
기타영업외손익	(391)	(141)	(286)	(320)	(320)
관계기업관련손익	(124)	311	286	320	320
세전계속사업이익	2,423	3,235	2,998	4,357	5,454
법인세비용	702	1,079	894	1,133	1,418
연결당기순이익	1,721	2,145	2,086	3,126	3,913
지배주주지분순이익	1,671	2,104	2,064	3,027	3,790
기타포괄이익	(10)	(267)	242	0	0
총포괄이익	1,711	1,878	2,328	3,126	3,913
지배주주지분포괄이익	1,661	1,847	2,303	3,030	3,794
EBITDA	4,143	4,134	4,222	5,346	6,459

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	17,934	22,574	22,830	34,339	42,989
BPS	183,956	194,441	202,877	228,810	259,392
DPS	6,400	8,000	7,856	11,832	14,808
성장성(% YoY)					
매출증가율	(18.3)	17.1	20.0	5.1	(0.7)
영업이익증가율	63.1	0.2	1.9	32.1	24.1
순이익증가율	105.1	25.9	(1.9)	46.7	25.2
EPS증가율	105.1	25.9	1.1	50.4	25.2
EBITDA증가율	41.3	(0.2)	2.1	26.6	20.8
수익성(%)					
영업이익률	8.2	7.0	5.9	7.5	9.3
순이익률	4.2	4.5	3.7	5.2	6.5
EBITDA Margin	10.5	8.9	7.6	9.2	11.2
ROA	5.4	6.4	6.0	8.6	10.1
ROE	10.1	12.0	11.2	15.1	16.7
배당수익률	4.4	3.9	3.8	5.7	7.2
배당성향	35.7	35.4	33.6	34.5	34.5
안정성					
순차입금(십억원)	924	1,327	2,513	1,200	(481)
차입금/자본총계비율(%)	36.5	29.4	23.2	18.7	18.0
Valuation(X)					
PER	8.2	9.1	9.1	6.0	4.8
PBR	0.8	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.8	5.2	5.4	4.1	3.1

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK이노베이션 (096770)	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	-32.9	-28.3
	2018.09.07	매수	320,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 4일 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 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 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.