

SK이노베이션(096770)

저점 매수 기간

4분기 영업이익은 일회성비용으로 전분기대비 12% 감소
당기순이익은 법인세율 증가 및 자산감액손실 등 일회성 요인으로 추정치 하회
정제마진 증가에 앞서 정유주 선매수 시점

Facts : 대규모 일회성 비용

4분기 영업이익은 전분기대비 12% 감소한 8,453억원으로 추정치와 컨센서스를 각각 15%, 7% 하회했다. 정유부문의 일회성비용으로 4분기 재고관련이익이 대부분 상쇄됐다. 순이익 역시 영업외 일회성비용과 일시적으로 상승한 법인세율로 인해 컨센서스를 큰 폭으로 하회했다. 환차익 900억에도 불구하고 자산감액손실 1,300억원, 유가과생상품손실 1,400억원으로 인해 일회성 순수실 규모는 1,800억원에 달한다. 4분기 법인세율은 3분기 29%에서 45%로 급등했다. 이는 법인세율이 22%에서 25%로 상승한 것이 이연법인세부채에 일시 반영되었기 때문이다.

Pros & cons : 일회성 제한 영업이익은 추정치 12% 상회

정유부문 영업이익은 전분기대비 3% 감소한 5,093억원으로 추정치를 15% 하회했다. 유가관련 재고평가이익 2,500억원은 환차손 700억원과 기타 일회성 요인 1,550억원으로 인해 대부분 상쇄되어 일회성 순이익은 250억원을 기록했다. 기타 일회성요인을 제한 4분기 정유부문 영업이익은 추정치를 12% 상회했다. 기타 사업부문 영업이익은 추정치와 대체로 부합했다. 석유화학 부문 영업이익은 전분기 대비 19% 감소하여 추정치를 6% 하회했고, 윤활기유 부문 영업이익은 1% 증가하여 추정치를 1% 하회했다.

Action : 최악의 상황은 지났다

3가지를 근거로 SK이노베이션에 대한 매수를 추천한다. 첫째, 중간 배당금을 포함해 현재 배당수익률은 5%를 상회할 것으로 기대되어 주가의 하방경직성 요인으로 작용할 전망이다. 특히, 3년간 30% 이상의 배당성향을 유지해왔고 SK그룹 차원에서 배당성향 상승 압력이 높아지고 있는 점도 긍정적이다. 둘째, 일회성 법인세 및 자산감액손실 등 대규모 일회성비용은 결국 올해 실적에 있어 긍정적 기여 효과로 작용될 것이다. 마지막으로 가장 중요한 점은 올해 안에 유류 정유생산능력이 마이너스로 돌아서 아시아 spot 정제마진 급등 가능성이 높아졌기 때문이다.

하회	부합	상회
----	----	----

주: 영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 260,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/31)	2,566
주가(1/31)	204,500
시가총액(십억원)	18,909
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	217,500/151,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	48,862
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.0/42.3
주요주주(%)	SK 외 2인 33.4
	국민연금 10.0

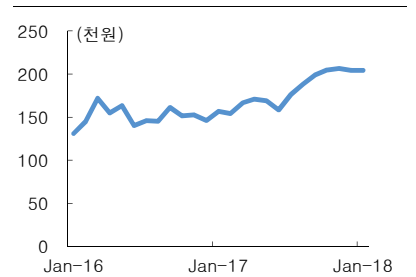
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	8.2	8.8	6.8
PBR(x)	0.8	1.0	0.9
ROE(%)	10.1	12.2	14.4
DY(%)	4.4	3.9	5.1
EV/EBITDA(x)	3.8	5.0	4.1
EPS(원)	17,934	23,313	30,235
BPS(원)	183,956	199,238	221,304

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.0	15.9	30.3
KOSPI 대비(%p)	(4.0)	9.0	6.1

주가추이



자료: WISEfn

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	10,079.1	11,387.1	10,561.1	11,758.9	13,119.6	11.6	30.2	12,340.1
영업이익	849.1	1,004.3	421.2	963.6	845.2	(12.3)	(0.5)	912.3
영업이익률(%)	8.4	8.8	4.0	8.2	6.4			7.4
세전이익	351.4	1,163.0	433.2	977.1	661.2	(32.3)	88.2	885.3
순이익	157.5	859.9	292.1	696.3	365.6	(47.5)	132.1	631.8

자료: 한국투자증권

주: 순이익은 연결당기순이익 기준

〈표 2〉 SK이노베이션: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	11,387	10,561	11,759	13,120	10,910	11,196	11,553	11,308	39,521	46,827	44,968	45,325
영업이익	1,004	421	964	845	820	1,041	1,085	1,130	3,228	3,234	4,075	4,997
영업이익률(%)	8.8	4.0	8.2	6.4	7.5	9.3	9.4	10.0	8.2	6.9	9.1	11.0
순이익	847	278	683	364	548	734	767	769	1,671	2,173	2,818	3,446
증가율(% YoY)												
매출액	20.4	2.7	21.2	30.2	(4.2)	6.0	(1.7)	(13.8)	2.2	18.5	(4.0)	0.8
영업이익	18.9	(62.4)	132.3	(0.5)	(18.4)	147.1	12.6	33.7	9.2	0.2	26.0	22.6
순이익	52.4	(54.5)	89.7	152.9	(35.3)	163.6	12.4	111.0	11.1	30.0	29.7	22.3
증가율(% QoQ)												
매출액	13.0	(7.3)	11.3	11.6	(16.8)	2.6	3.2	(2.1)				
영업이익	18.3	(58.1)	128.8	(12.3)	(3.0)	27.0	4.3	4.1				
순이익	488.0	(67.1)	145.3	(46.7)	50.4	33.9	4.6	0.2				
컨센서스 추정 영업이익				912	838	857	821	791		3,301	3,306	3,415
차이(%)				(7.4)	(2.2)	21.5	32.2	42.9		(2.0)	23.3	46.3
KIS 추정 영업이익 변화(%)				(15.2)	(9.8)	(4.0)	0.0	0.0		(4.5)	(3.1)	0.0

자료: 한국투자증권

주: 순이익은 지배주주지분순이익 기준

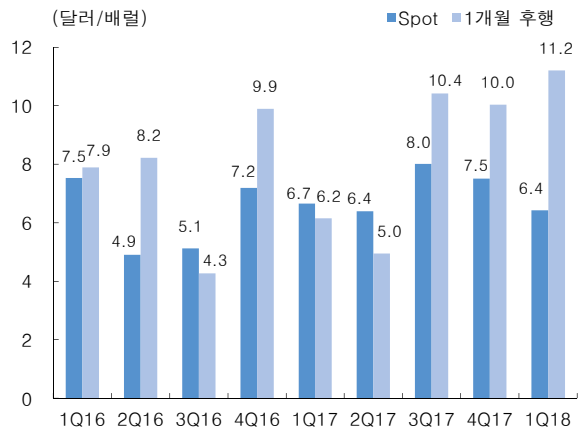
〈표 3〉 SK이노베이션: 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	11,387	10,561	11,759	13,120	10,910	11,196	11,553	11,308	39,521	46,827	44,968	45,325
정유	8,064	7,388	8,429	9,457	7,442	7,602	7,803	7,723	28,370	33,337	30,570	30,890
석유화학	2,333	2,164	2,292	2,550	2,411	2,519	2,656	2,507	7,687	9,339	10,093	10,160
윤활유	729	757	750	812	722	736	752	745	2,536	3,047	2,956	2,982
E&P	262	252	289	301	334	339	342	334	928	1,103	1,350	1,293
영업이익	1,004	421	964	845	820	1,041	1,085	1,130	3,228	3,234	4,075	4,997
정유	454	12	526	509	430	593	597	691	1,939	1,502	2,311	3,153
석유화학	455	334	326	263	259	303	348	308	919	1,377	1,218	1,298
윤활유	95	120	144	146	140	149	140	131	468	505	561	545
E&P	1	(45)	(33)	(73)	(10)	(4)	0	0	(98)	(150)	(14)	0
영업이익률(%)	8.8	4.0	8.2	6.4	7.5	9.3	9.4	10.0	8.2	6.9	9.1	11.0
정유	5.6	0.2	6.2	5.4	5.8	7.8	7.7	8.9	6.8	4.5	7.6	10.2
석유화학	19.5	15.4	14.2	10.3	10.8	12.0	13.1	12.3	12.0	14.7	12.1	12.8
윤활유	13.0	15.9	19.2	17.9	19.4	20.3	18.6	17.6	18.5	16.6	19.0	18.3
E&P	0.3	(17.9)	(11.4)	(24.2)	(3.0)	(1.2)	0.0	0.0	(10.5)	(13.6)	(1.1)	0.0

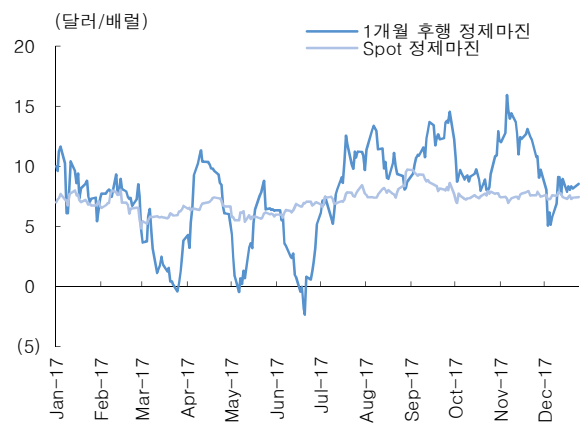
자료: 한국투자증권

[그림 1] 분기별 정제마진: spot vs. 1개월 후행



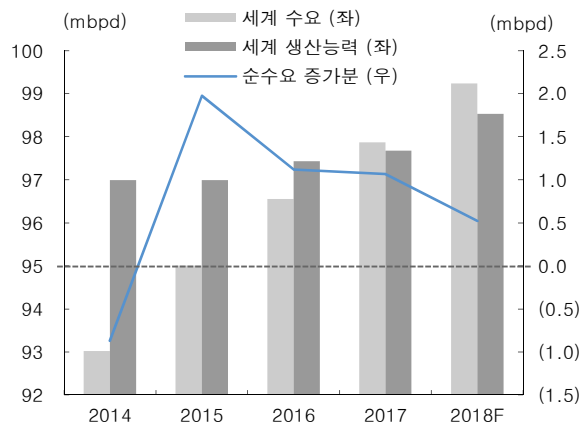
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 2] Spot 정제마진 vs. 1개월 후행 정제마진



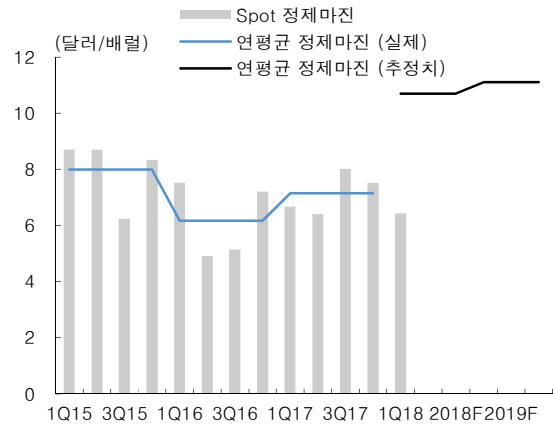
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 3] 세계 정유 수급 전망



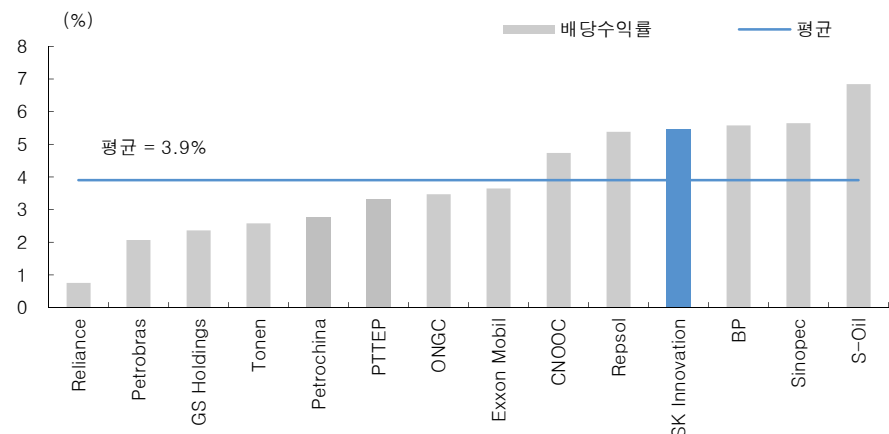
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 4] 정제마진 구조적 강세 전망



자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 5] Global peers: 배당수익률 비교 (2018F)



자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 4〉 동종업체 밸류에이션

국내	시가총액 (백만달러)	PE (x)			EPS Growth (%)			PB (x)			ROE (%)			배당수익률(%)		
		2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F
SK이노베이션	17,735	8.2	7.6	6.5	105.1	48.5	17.6	0.8	1.0	0.9	10.1	13.8	14.7	4.4	4.7	5.5
S-Oil	12,988	8.2	10.9	9.6	90.9	15.2	13.9	1.5	2.2	2.0	20.5	20.8	21.6	7.3	6.0	6.8
GS	6,048	6.4	5.9	5.6	63.7	34.8	5.6	0.7	0.8	0.7	12.1	14.6	13.7	3.0	2.4	2.4
평균		7.6	8.1	7.2	86.6	32.8	12.4	1.0	1.3	1.2	14.2	16.4	16.7	4.9	4.3	4.9
해외																
Exxon Mobil	367,696	38.2	23.6	19.0	(51.2)	95.6	24.3	2.2	2.0	2.0	4.6	9.0	10.4	3.5	3.5	3.6
Petrochina	248,775	129.3	33.7	19.5	(78.9)	270.0	72.3	0.8	0.8	0.7	0.7	2.4	3.7	2.1	2.5	2.8
BP	142,525	1,031.3	23.5	16.5	NM	4900.0	42.3	1.3	1.5	1.5	0.1	6.1	8.6	6.1	5.6	5.6
Sinopec	129,663	12.8	12.1	11.0	43.1	16.4	10.0	0.8	0.9	0.9	6.7	7.8	8.2	4.7	5.0	5.6
Petrobras	89,254	NA	20.5	12.0	NM	NM	70.4	0.8	0.9	0.8	(5.9)	3.6	6.6	NA	1.3	2.1
CNOOC	69,538	868.1	13.8	10.6	(97.8)	7010.0	30.4	1.0	1.1	1.0	0.2	8.1	9.9	3.5	4.1	4.7
Reliance	95,740	10.4	20.2	16.9	26.0	(5.6)	19.6	1.3	2.2	1.9	13.2	11.2	12.1	NA	0.6	0.8
ONGC	41,054	21.3	12.5	10.7	(53.2)	143.6	17.2	0.9	1.3	1.1	6.8	10.5	10.9	3.0	3.4	3.5
Repsol	29,440	13.8	10.4	10.3	NM	25.6	1.1	0.6	0.7	0.7	5.8	6.9	6.6	0.0	0.0	5.4
PTTEP	15,072	37.9	15.5	14.3	NM	178.3	8.5	1.0	1.2	1.2	2.9	5.6	8.5	3.4	2.6	3.3
Thai Oil	6,671	6.9	9.8	10.6	74.2	0.4	(7.7)	1.4	1.7	1.6	21.3	19.4	16.0	4.4	4.8	4.3
Tonen	22,794	NA	12.3	7.7	NM	NM	60.5	0.7	1.1	1.0	(15.5)	10.3	13.9	2.3	2.3	2.6
IRPC	4,792	10.0	14.8	11.9	4.3	3.5	24.1	1.2	1.7	1.6	12.4	12.3	13.9	3.1	3.2	4.0
평균		198.2	17.1	13.2	(16.7)	1148.9	28.7	1.1	1.3	1.2	4.1	8.7	9.9	3.3	3.0	3.7

주: 2018년 01월 31일 종가 기준

기업개요 및 용어해설

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	12,842	14,988	15,773	13,666	13,965
현금성자산	3,020	2,644	1,674	1,418	1,805
매출채권및기타채권	4,030	4,404	4,775	4,116	4,116
재고자산	3,560	4,445	5,983	4,940	4,852
비유동자산	18,518	17,594	18,610	21,242	23,789
투자자산	2,678	2,567	2,905	2,905	2,905
유형자산	13,914	13,603	13,776	15,284	16,791
무형자산	1,663	1,272	1,847	2,972	4,011
자산총계	31,360	32,581	34,383	34,908	37,754
유동부채	7,494	8,737	9,293	7,779	7,674
매입채무및기타채무	5,019	6,473	7,102	5,864	5,760
단기차입금및단기사채	389	22	28	78	128
유동성장기부채	1,655	1,678	1,280	1,030	980
비유동부채	6,819	5,540	5,311	5,171	5,511
사채	5,465	4,123	2,982	2,942	3,332
장기차입금및금융부채	670	749	1,541	1,441	1,391
부채총계	14,313	14,276	14,604	12,950	13,186
지배주주지분	15,890	17,103	18,535	20,603	23,077
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,884	5,884	5,884	5,884
기타자본	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	9,450	10,671	12,103	14,171	16,645
비지배주주지분	1,157	1,202	1,243	1,355	1,492
자본총계	17,046	18,305	19,779	21,958	24,569

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	4,086	3,678	1,968	4,346	4,683
당기순이익	868	1,721	2,214	2,929	3,583
유형자산감가상각비	803	799	805	862	862
무형자산상각비	148	115	108	176	261
자산부채변동	1,560	268	(885)	406	(20)
기타	707	775	(274)	(27)	(3)
투자활동현금흐름	(1,345)	(2,056)	(1,416)	(3,401)	(3,527)
유형자산투자	(449)	(607)	(978)	(2,370)	(2,370)
유형자산매각	100	40	0	0	0
투자자산순증	(764)	(1,434)	(56)	139	139
무형자산순증	(244)	(55)	(683)	(1,300)	(1,300)
기타	12	0	301	130	4
재무활동현금흐름	(2,768)	(2,019)	(1,522)	(1,202)	(769)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(2,768)	(1,569)	(741)	(340)	340
배당금지급	0	(451)	(596)	(746)	(967)
기타	0	1	(185)	(116)	(142)
기타현금흐름	109	21	0	0	0
현금의증가	81	(375)	(970)	(256)	387

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

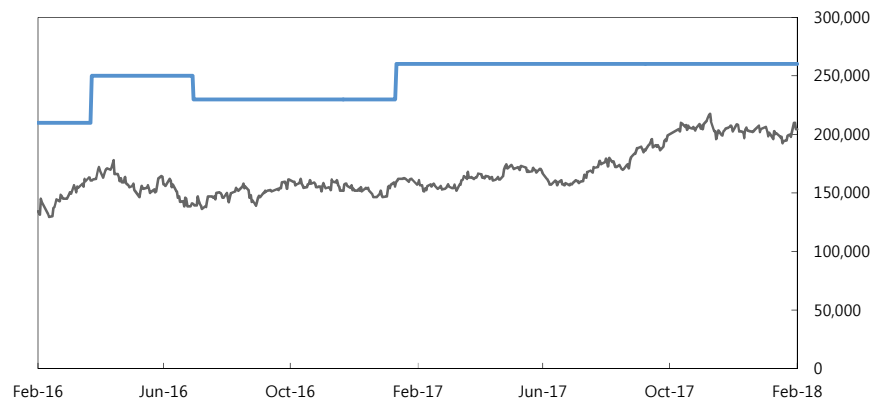
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	48,356	39,521	46,827	44,968	45,325
매출원가	44,197	34,562	41,702	38,969	38,369
매출총이익	4,159	4,959	5,125	5,999	6,956
판매관리비	2,180	1,730	1,890	1,923	1,959
영업이익	1,980	3,228	3,234	4,075	4,997
금융수익	2,251	1,792	2,008	862	774
이자수익	56	86	75	38	43
금융비용	2,571	2,082	1,958	695	657
이자비용	268	253	204	158	172
기타영업외손익	(262)	(391)	(331)	(475)	(475)
관계기업관련손익	257	(124)	282	139	139
세전계속사업이익	1,654	2,423	3,235	3,906	4,777
법인세비용	657	702	1,009	976	1,194
연결당기순이익	868	1,721	2,214	2,929	3,583
지배주주지분순이익	815	1,671	2,173	2,818	3,446
기타포괄이익	86	(10)	0	0	0
총포괄이익	954	1,711	2,214	2,929	3,583
지배주주지분포괄이익	898	1,661	2,173	2,818	3,446
EBITDA	2,931	4,143	4,147	5,114	6,119

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	8,744	17,934	23,313	30,235	36,984
BPS	171,008	183,956	199,238	221,304	247,704
DPS	4,800	6,400	8,000	10,377	12,689
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(26.6)	(18.3)	18.5	(4.0)	0.8
영업이익증가율	NM	63.1	0.2	26.0	22.6
순이익증가율	NM	105.1	30.0	29.7	22.3
EPS증가율	NM	105.1	30.0	29.7	22.3
EBITDA증가율	386.8	41.3	0.1	23.3	19.7
수익성(%)					
영업이익률	4.1	8.2	6.9	9.1	11.0
순이익률	1.7	4.2	4.6	6.3	7.6
EBITDA Margin	6.1	10.5	8.9	11.4	13.5
ROA	2.6	5.4	6.6	8.5	9.9
ROE	5.3	10.1	12.2	14.4	15.8
배당수익률	3.7	4.4	3.9	5.1	6.2
배당성향	54.9	35.7	34.3	34.3	34.3
안정성					
순차입금(십억원)	3,407	924	628	674	631
차입금/자본총계비율(%)	48.5	36.5	26.2	22.1	21.1
Valuation(X)					
PER	14.9	8.2	8.8	6.8	5.5
PBR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.6	3.8	5.0	4.1	3.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK이노베이션(096770)	2016.01.07	매수	210,000원	-32.1	-22.4
	2016.03.24	매수	250,000원	-37.2	-28.8
	2016.06.30	매수	230,000원	-33.9	-29.6
	2017.01.11	매수	260,000원	-31.7	-16.3
	2018.01.11	1년경과		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 2월 1일 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 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	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 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.