

SK이노베이션(096770)

정제마진 re-rating 가능성 확대

2분기는 6월 정제마진 급락과 condensate 원가부담으로 당사 추정치 하회
연간 영업이익 추정치 22% 하향
빠르게 반등하고 있는 아시아 spot 정제마진에 주목할 시기

Facts : 컨센서스에 부합하나 정유부문 기대에 못 미쳐

2분기 영업이익은 전년동기대비 102%, 전분기대비 20% 개선되었다. 유가 강세로 정유부문의 실적개선 폭이 석유화학 및 윤활유 부문의 실적부진을 상쇄하며 실적개선으로 이어졌기 때문이다. 컨센서스에는 부합했으나, 당사 영업이익 추정치는 20% 하회했다. 정유부문의 영업이익이 기대에는 못 미쳤기 때문이다. 순이익은 환차손 및 예상보다 높은 법인세율로 컨센서스 및 당사 추정치를 하회했다.

Pros & cons : 6월 정제마진 급락과 condensate 원가상승이 부담

정유부문 영업이익은 유가 강세로 전분기대비 64% 개선되었으나, condensate 원가상승 및 6월 정제마진 급락으로 추정치는 31% 하회했다. 재고평가이익은 2,032억원, 정기보수 기회비용은 300억원 발생했다. 화학부문의 경우 정기보수 및 제품 마진이 축소되며 영업이익은 전분기대비 17% 감소했다. 정기보수로 전분기대비 11%p 하락한 PX 가동률과 축소된 제품마진을 감안하면 건조한 실적을 기록했다고 평가되며 추정치도 18% 상회했다. 윤활유부문 영업이익은 유가상승으로 전분기대비 2% 감소했다.

Action : 개선되는 정제마진에 주목할 시기

예상을 하회한 2분기 실적 및 높아진 condensate 원재료 비용을 감안해 2018년 영업이익 추정치를 22% 하향조정했다. 그러나 매수의견을 유지하며 부진한 실적보다는 개선되는 등경유 수급에 관심을 가질 시기다. 아시아 spot 정제마진은 타이트한 수급으로 6월 조정 이후 빠르게 반등 중이다. 하반기 정제제품의 공급은 감소하는 가운데 계절적 등경유 성수기와 1년 앞서 시행할 중국의 bunker-c 황함유량 규제가 맞물리면 등경유를 중심으로 spot 정제마진의 개선은 주가 상승으로 이어질 전망이다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 300,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/27)	2,295
주가(7/27)	198,500
시가총액(십억원)	18,354
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	217,500/170,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	48,262
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.6/40.2
주요주주(%)	SK 외 2 인 33.4
	국민연금 9.7

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	9.1	8.7	5.4
PBR(x)	1.1	0.9	0.8
ROE(%)	12.0	11.0	15.8
DY(%)	3.9	4.0	6.3
EV/EBITDA(x)	5.2	4.5	2.9
EPS(원)	22,574	22,947	37,090
BPS(원)	194,441	209,074	236,530

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.0)	0.3	13.8
KOSPI 대비(%p)	0.0	11.1	19.8

주가추이



자료: WISEfn

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	10,561	11,759	12,554	12,166	13,438	10.5	27.2	12,998
영업이익	421	964	845	712	852	19.7	102.2	851
영업이익률(%)	4.0	8.2	6.7	5.8	6.3		58.4	6.5
세전이익	433	977	661	679	739	8.8	70.5	815
순이익	278	683	296	458	499	8.9	79.3	612

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이(%p)	변경전	변경후	차이(%p)
매출액	47,307	52,342	10.6	46,504	53,232	14.5
영업이익	3,897	3,059	(21.5)	4,797	4,496	(6.3)
영업이익률(%)	8.2	5.8		10.3	8.4	
세전이익	3,865	2,899	(25.0)	4,831	4,497	(6.9)
순이익	2,774	2,072	(25.3)	3,511	3,268	(6.9)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	11,387	10,561	11,759	12,554	12,166	13,438	13,505	13,232	46,261	52,342	53,232
영업이익	1,004	421	964	845	712	852	601	895	3,234	3,059	4,496
영업이익률(%)	8.8	4.0	8.2	6.7	5.8	6.3	4.4	6.8	7.0	8.4	10.3
순이익	847	278	683	295	458	495	442	636	2,104	2,072	3,268
증가율(% YoY)											
매출액	20.4	2.7	21.2	24.6	6.8	11.4	0.5	(8.0)	17.1	2.3	(1.7)
영업이익	18.9	(62.4)	132.3	(0.5)	(29.1)	162.6	13.9	27.4	0.2	23.4	20.2
순이익	52.4	(54.5)	89.7	105.1	(45.9)	187.2	19.0	161.7	25.9	35.2	23.5
증가율(% QoQ)											
매출액	13.0	(7.3)	11.3	6.8	(3.1)	(3.3)	0.5	(2.3)	17.1	2.3	(1.7)
영업이익	18.3	(58.1)	128.8	(12.3)	(15.8)	55.5	(0.8)	(1.9)	0.2	23.4	20.2
순이익	488.0	(67.1)	145.3	(56.7)	55.1	74.5	1.6	(4.8)	25.9	35.2	23.5
컨센서스 추정 영업이익						851	724	771		3,057	3,291
차이(%)						0.1	(17.1)	16.1		0.1	36.6
KIS 추정 영업이익 변화(%)							(45.3)	(16.9)		(21.5)	(6.3)

주: 순이익은 지배주주지분순이익 기준
 자료: 블룸버그, 한국투자증권

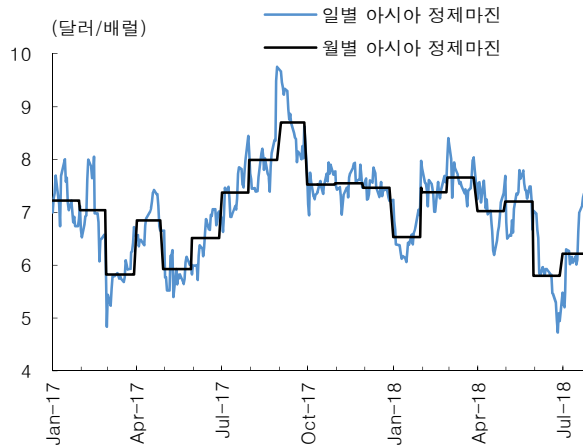
〈표 4〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	11,387	10,561	11,759	12,554	12,166	13,438	13,505	13,232	46,261	52,342	53,232
정유	8,064	7,388	8,429	8,892	8,687	9,773	9,964	9,868	32,771	38,293	39,474
석유화학	2,333	2,164	2,292	2,550	2,439	2,532	2,505	2,342	9,339	9,818	9,712
유틸리티	729	757	750	812	780	818	711	705	3,047	3,014	2,819
E&P	262	252	289	300	260	316	325	317	1,103	1,217	1,227
영업이익	1,004	421	964	845	712	852	601	895	3,234	3,059	4,496
정유	454	12	526	509	325	533	219	550	1,502	1,627	2,797
석유화학	455	334	326	263	285	238	282	242	1,377	1,047	1,214
유틸리티	95	120	144	146	129	126	140	131	505	525	546
E&P	1	(45)	(33)	(73)	(27)	(46)	(40)	(27)	(150)	(140)	(62)
영업이익률(%)	8.8	4.0	8.2	6.7	5.8	6.3	4.4	6.8	7.0	5.8	8.4
정유	5.6	0.2	6.2	5.7	3.7	5.5	2.2	5.6	4.6	4.2	7.1
석유화학	19.5	15.4	14.2	10.3	11.7	9.4	11.3	10.3	14.7	10.7	12.5
유틸리티	13.0	15.9	19.2	18.0	16.5	15.4	19.7	18.6	16.6	17.4	19.4
E&P	0.3	(17.9)	(11.4)	(24.2)	(10.5)	(14.4)	(12.3)	(8.5)	(13.6)	(11.5)	(5.1)

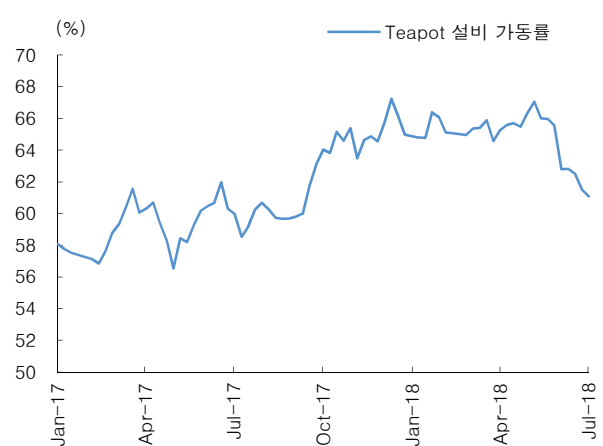
자료: 한국투자증권

[그림 1] 아시아 spot 정제마진은 V자 반등 중



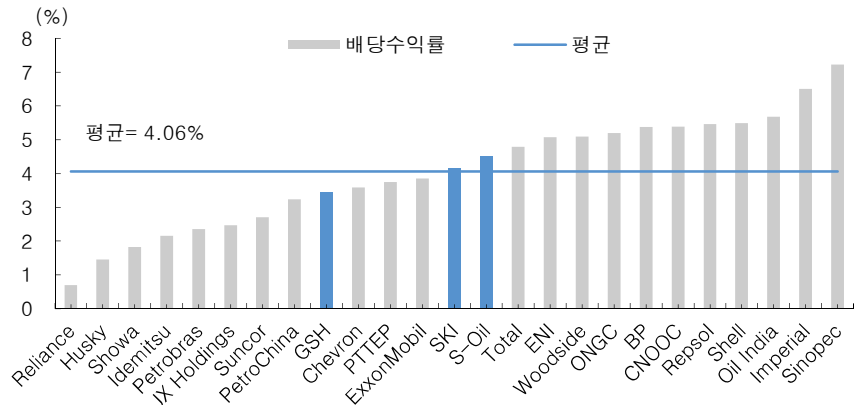
자료: 페트로넷, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 중국 teapot 설비 가동률 하락세 지속



자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 3] Global peers: 배당수익률 비교(2018F)

주: 7월 26일 증가 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	16,689	9.1	6.7	5.1	25.9	34.9	31.1	1.1	0.9	0.8	12.0	14.8	17.2	3.9	5.2	6.7
S-Oil	11,719	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	4,400	6.4	6.0	5.8	63.7	22.3	6.0	0.7	0.8	0.7	12.1	13.4	12.7	3.0	2.9	2.8
평균		7.9	7.9	6.7	60.2	20.2	18.8	1.1	1.2	1.1	14.8	15.7	16.8	4.7	4.4	5.4
해외																
Exxon Mobil	353,906	23.3	16.7	15.4	146.3	7.8	8.9	1.9	1.8	1.7	11.1	10.5	10.7	3.7	3.9	4.0
Petrochina	196,578	37.8	15.4	13.8	200.0	171.7	12.0	0.7	0.8	0.7	1.9	4.7	5.2	2.7	3.2	3.7
BP	148,974	41.1	13.6	12.6	2719.7	219.2	7.8	1.4	1.5	1.4	3.5	10.7	10.9	5.2	5.4	5.5
Sinopec	116,530	11.3	10.1	10.0	10.4	49.9	1.1	0.8	1.0	1.0	7.1	10.3	10.0	8.2	7.2	7.4
Petrobras	75,069	NA	8.3	7.3	NM	NM	14.3	0.8	0.9	0.8	(0.2)	10.5	10.7	NA	2.3	3.7
CNOOC	73,048	17.0	9.1	9.1	5400.0	121.3	0.6	1.1	1.2	1.2	6.5	13.2	12.4	3.9	5.4	5.4
Reliance	102,535	13.0	19.1	15.9	0.4	14.8	19.8	1.5	2.2	2.0	12.1	12.3	13.4	NA	0.6	0.7
ONGC	30,393	11.6	8.5	6.7	138.8	19.5	27.5	1.1	0.9	0.9	9.8	10.9	13.6	3.7	4.5	5.2
Repsol	31,185	10.9	10.1	9.5	16.4	22.7	6.0	0.8	0.8	0.8	7.0	8.3	8.5	0.0	0.0	5.7
PTTEP	16,450	22.0	13.4	12.6	64.4	127.8	6.2	1.2	1.4	1.3	5.1	10.8	10.8	3.1	3.7	4.0
Thai Oil	4,992	8.5	9.2	9.3	17.1	(27.6)	(0.1)	1.7	1.3	1.2	21.7	14.2	13.1	6.4	5.0	4.9
Tonen	25,526	NA	8.4	7.1	NM	62.6	18.2	0.8	1.1	1.0	9.1	15.6	14.5	2.3	2.3	2.5
IRPC	3,927	12.6	10.6	10.0	16.7	7.7	5.8	1.6	1.4	1.3	13.5	13.6	13.1	4.5	4.5	4.9
평균		19.0	11.7	10.7	793.6	66.4	9.9	1.2	1.3	1.2	8.3	11.2	11.3	4.0	3.7	4.4

주: 7월 26일 증가 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	15,934	17,501	20,411
현금성자산	2,644	2,004	1,895	3,649	6,843
매출채권및기타채권	4,404	5,467	4,379	4,370	4,350
재고자산	4,445	5,979	6,407	6,233	5,976
비유동자산	17,594	18,024	18,568	19,046	19,526
투자자산	2,567	2,820	2,904	2,904	2,904
유형자산	13,603	13,587	14,046	14,541	15,036
무형자산	1,272	1,521	1,504	1,488	1,473
자산총계	32,581	34,244	34,502	36,547	39,937
유동부채	8,737	9,955	10,065	9,864	9,885
매입채무및기타채무	6,473	7,731	7,277	7,080	6,788
단기차입금및단기사채	22	243	252	302	353
유동성장기부채	1,678	1,272	1,030	980	1,250
비유동부채	5,540	4,979	3,473	3,043	3,093
사채	4,123	3,233	934	554	604
장기차입금및금융부채	749	831	1,507	1,457	1,457
부채총계	14,276	14,934	13,538	12,907	12,978
지배주주지분	17,103	18,086	19,457	22,030	25,215
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,766	5,860	5,860	5,860
기타자본	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	10,671	12,042	13,319	15,892	19,077
비지배주주지분	1,202	1,224	1,247	1,349	1,484
자본총계	18,305	19,309	20,704	23,380	26,699

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	3,678	2,180	4,932	4,226	5,179
당기순이익	1,721	2,145	2,862	3,623	4,567
유형자산감가상각비	799	791	816	816	816
무형자산상각비	115	109	76	75	74
자산부채변동	268	(1,214)	1,517	(1)	(19)
기타	775	349	(339)	(287)	(259)
투자활동현금흐름	(2,056)	(1,066)	(1,291)	(975)	(970)
유형자산투자	(607)	(938)	(1,350)	(1,385)	(1,385)
유형자산매각	40	75	75	75	75
투자자산순증	(1,434)	629	261	397	397
무형자산순증	(55)	(70)	(59)	(59)	(59)
기타	0	(762)	(218)	(3)	2
재무활동현금흐름	(2,019)	(1,671)	(2,605)	(1,481)	(947)
자본의증가	0	1	94	0	0
차입금의순증	(1,569)	(911)	(1,856)	(430)	371
배당금지급	(451)	(757)	(746)	(967)	(1,212)
기타	1	(4)	(97)	(84)	(106)
기타현금흐름	21	(84)	0	0	0
현금의증가	(375)	(640)	1,036	1,770	3,263

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

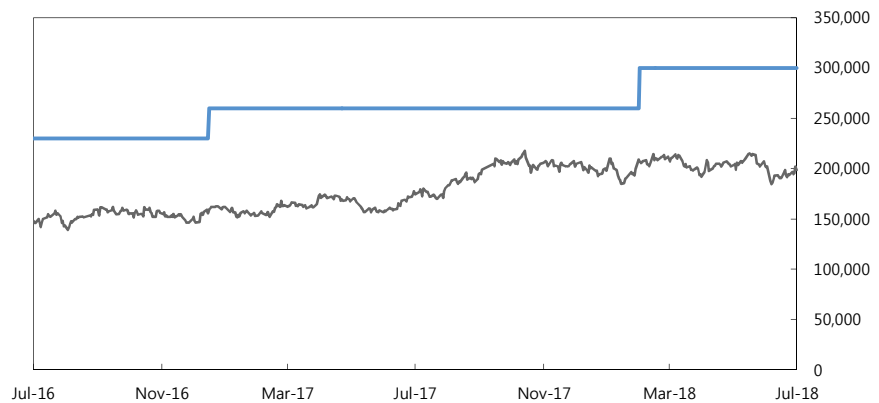
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	39,521	46,261	52,342	53,232	52,836
매출원가	34,562	40,905	47,484	46,890	45,149
매출총이익	4,959	5,356	4,857	6,342	7,687
판매관리비	1,730	2,121	1,798	1,846	1,865
영업이익	3,228	3,234	3,059	4,496	5,822
금융수익	1,792	1,883	1,110	844	890
이자수익	85	76	85	119	165
금융비용	2,082	2,053	1,318	875	846
이자비용	253	206	169	140	110
기타영업외손익	(391)	(141)	(296)	(365)	(365)
관계기업관련손익	(124)	311	344	397	397
세전계속사업이익	2,423	3,235	2,899	4,497	5,898
법인세비용	702	1,079	802	1,124	1,475
연결당기순이익	1,721	2,145	2,097	3,373	4,424
지배주주지분순이익	1,671	2,104	2,074	3,270	4,289
기타포괄이익	(10)	(267)	0	0	0
총포괄이익	1,711	1,878	2,097	3,373	4,424
지배주주지분포괄이익	1,661	1,847	2,074	3,270	4,289
EBITDA	4,143	4,134	3,951	5,387	6,712

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	17,934	22,574	22,947	37,090	48,648
BPS	183,956	194,441	209,074	236,530	270,510
DPS	6,400	8,000	7,856	12,461	16,325
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(18.3)	17.1	13.1	1.7	(0.7)
영업이익증가율	63.1	0.2	(5.4)	47.0	29.5
순이익증가율	105.1	25.9	(1.4)	57.7	31.2
EPS증가율	105.1	25.9	1.7	61.6	31.2
EBITDA증가율	41.3	(0.2)	(4.4)	36.3	24.6
수익성(%)					
영업이익률	8.2	7.0	5.8	8.4	11.0
순이익률	4.2	4.5	4.0	6.1	8.1
EBITDA Margin	10.5	8.9	7.5	10.1	12.7
ROA	5.4	6.4	6.1	9.5	11.6
ROE	10.1	12.0	11.0	15.8	18.2
배당수익률	4.4	3.9	4.0	6.3	8.2
배당성향	35.7	35.4	33.4	33.6	33.6
안정성					
순차입금(십억원)	924	1,327	(1,753)	(3,924)	(6,745)
차입금/자본총계비율(%)	36.5	29.4	14.0	10.6	10.7
Valuation(X)					
PER	8.2	9.1	8.7	5.4	4.1
PBR	0.8	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.8	5.2	4.5	2.9	2.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK이노베이션(096770)	2016.07.22	매수	230,000원	-33.4	-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 7월 27일 현재 SK이노베이션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 추가등락 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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 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.