

SK이노베이션

BUY(유지)

096770 기업분석 | 정유

목표주가(유지)	280,000원	현재주가(05/15)	204,000원	Up/Downside	+36.6%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 05. 16

마진의 계절적 둔화를 만회하는 자사주 매입

News

1Q18 op 7,116억원, 기대치 하회: SK이노베이션의 1Q18 영업이익은 7,116억원(QoQ-15.8%/YoY-29.1%)으로 DB 추정치 8,276억원/시장 컨센서스 8,355억원을 하회했다. 실적 부진의 가장 큰 원인은 정유 부문으로 12월~1월초 급등한 유가에 따른 역래깅 효과, 4Q 대규모 채고평가이익 제거, 환율 하락 영향, 정기보수에 따른 기획비용 반영 등이 반영되며 부진했다. 화학은 준절 효과에 힘입어 QoQ 반등했으나 윤활유는 원재료 시차 효과로 부진했다.

Comment

정제마진의 계절성 둔화 시기, 본격적인 반등은 하반기부터: 2Q 영업이익은 유가 상승에 따른 채고평가이익, (+)lagging 효과 등이 반영되며 8,808억원(QoQ+23.8%/YoY+109.1%)으로 개선될 것으로 전망한다. 3월 평균 유가(\$62.8/bbl) 대비 5월 평균 유가(\$72.3/bbl)는 큰 폭으로 상승했기에 6월 유가 급락이 나타나지 않는다면 채고평가이익이 큰 폭으로 증가할 가능성이 높다. 다만 정제마진의 둔화는 당분간 이어질 가능성이 높다는 점을 염두하자. 등경유 중심의 연평균 정제마진 개선 추이는 지속되지만 하절기 계절성이 둔화되며, 드라이빙 시즌 돌입에 따른 휘발유 마진 반등 기대감은 아직도 너무 높다. 15년을 제외하면 드라이빙 시즌에 휘발유 마진의 의미 있는 반등은 제한적이었다.

Action

마진의 계절적 둔화와 맞물린 자사주 매입, 하반기 마진 반등 시점 고려: 단기 계절성 둔화에 따른 정제마진 약세는 일시적이며 중장기 정제마진 개선 추세는 여전히 유효하다. 주주가치 제고 정책 강화로 정제마진 약세기에 적극적인 자사주 매입에 나서면서 주가는 마진 우려에도 강한 하방경직성을 보일 것으로 판단한다. 6~7월 이후 등경유의 계절성이 회복하면서 정제마진의 본격적 반등이 예상되기에 점진적인 비중확대 전략을 추천한다. 투자 의견 Buy, 목표주가 280,000원을 유지한다.

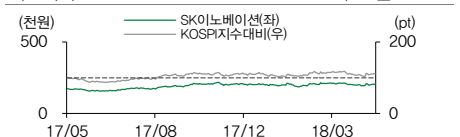
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	39,521	46,261	52,672	53,473	53,285
(증가율)	-18.3	17.1	13.9	1.5	-0.4
영업이익	3,228	3,234	3,125	3,650	3,511
(증가율)	63.1	0.2	-3.4	16.8	-3.8
지배주주순이익	1,671	2,104	1,999	2,310	2,178
EPS	17,988	22,643	21,497	24,848	23,433
PER (H/L)	9.9/6.7	9.6/6.4	9.5	8.3	8.7
PBR (H/L)	1.0/0.7	1.1/0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (H/L)	4.5/3.3	5.5/3.9	5.2	4.4	4.3
영업이익률	8.2	7.0	5.9	6.8	6.6
ROE	10.1	12.0	11.0	12.2	10.7

Stock Data

52주 최저/최고	156,500/217,500원
KOSDAQ /KOSPI	859/2,476pt
시가총액	189,554억원
60일-평균거래량	231,564
외국인지분율	41.9%
60일-외국인지분율변동추이	-0.2%p
주요주주	SK 외 2인 33.4%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	2.0	7.6	18.5
상대기준	1.1	5.3	9.4

도표 1. SK이노베이션 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	11,387	10,561	11,759	13,120	12,166	13,949	13,349	13,208	46,826	52,672	53,473
%YoY	20.4	2.7	21.2	30.2	6.8	32.1	13.5	0.7	18.5	12.5	1.5
%QoQ	13.0	-7.3	11.3	11.6	-7.3	14.7	-4.3	-1.1			
석유	8,064	7,388	8,429	9,457	8,687	10,253	9,799	9,656	33,337	38,395	39,037
화학	2,333	2,164	2,292	2,550	2,439	2,570	2,456	2,492	9,339	9,956	10,028
운활유	729	757	750	812	780	835	808	776	3,047	3,199	3,243
E&P/기타	262	252	289	301	260	292	286	284	1,103	1,121	1,166
연결 영업이익	1,004	421	964	845	712	881	735	797	3,234	3,125	3,650
%YoY	18.9	-62.4	132.2	-0.5	-29.1	109.1	-23.7	-5.7	0.2	-3.4	16.8
%QoQ	18.3	-58.1	128.8	-12.3	-15.8	23.8	-16.5	8.4			
석유	454	13	526	509	325	483	310	430	1,502	1,548	1,921
화학	455	334	326	263	285	276	308	282	1,377	1,151	1,260
운활유	95	120	144	146	129	133	123	118	505	502	525
E&P/기타	1	-45	-33	-73	-27	-11	-5	-32	-150	-76	-56
영업이익률	8.8	4.0	8.2	6.4	5.8	6.3	5.5	6.0	6.9	5.9	6.8
정유	5.6	0.2	6.2	5.4	3.7	4.7	3.2	4.4	4.5	4.0	4.9
화학	19.5	15.4	14.2	10.3	11.7	10.8	12.6	11.3	14.7	11.6	12.6
운활유	13.0	15.9	19.2	17.9	16.5	15.9	15.2	15.2	16.6	15.7	16.2
E&P/기타	0.3	-17.9	-11.4	-24.2	-10.5	-3.8	-1.9	-11.4	-13.6	-6.8	-4.8

자료: SK이노베이션 DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,988	16,219	14,918	15,606	16,925
현금및현금성자산	2,644	2,004	1,369	1,180	2,447
매출채권및기타채권	4,404	5,467	5,233	5,561	5,596
재고자산	4,445	5,979	5,308	5,595	5,637
비유동자산	17,594	18,024	18,640	19,033	19,387
유형자산	13,603	13,587	14,242	14,671	15,057
무형자산	1,272	1,521	1,482	1,446	1,413
투자자산	2,567	2,820	2,820	2,820	2,820
자산총계	32,581	34,244	33,558	34,639	36,312
유동부채	8,737	9,955	9,530	9,635	9,888
매입채무및기타채무	6,473	7,731	7,806	7,911	8,163
단기차입금및단기차입	22	243	243	243	243
유동성장기부채	1,678	1,272	772	772	772
비유동부채	5,540	4,979	4,479	3,979	3,979
차입금및차입금	4,870	4,063	3,563	3,063	3,063
부채총계	14,276	14,934	14,009	13,615	13,867
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,766	5,766	5,766	5,766
이익잉여금	10,671	12,042	13,283	14,714	16,091
비지배주주지분	1,202	1,224	1,263	1,308	1,351
자본총계	18,305	19,309	19,549	21,024	22,445

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,678	2,180	3,856	2,645	3,411
당기순이익	1,721	2,145	2,038	2,355	2,221
현금유출이없는비용및수익	2,354	1,992	1,821	2,052	2,086
유형및무형자산상각비	914	900	954	977	1,017
영업관련자산부채변동	268	-1,214	956	-602	198
매출채권및기타채권의감소	-315	-957	235	-328	-35
재고자산의감소	-858	-1,501	670	-287	-43
매입채무및기타채무의증가	1,467	1,273	75	106	252
투자활동현금흐름	-2,056	-1,066	-1,531	-1,387	-1,154
CAPEX	-607	-938	-1,500	-1,300	-1,300
투자자산의순증	196	67	110	80	0
재무활동현금흐름	-2,019	-1,671	-2,960	-1,447	-991
사채및차입금의 증가	-1,579	-1,010	-1,000	-500	0
자본금및자본잉여금의증가	0	-118	0	0	0
배당금지급	-451	-757	-737	-792	-845
기타현금흐름	21	-84	0	0	0
현금의증가	-375	-640	-635	-188	1,266
기초현금	3,020	2,644	2,004	1,369	1,180
기말현금	2,644	2,004	1,369	1,180	2,447

자료: SK이노베이션 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	39,521	46,261	52,672	53,473	53,285
매출원가	34,562	40,905	47,132	47,371	47,331
매출총이익	4,959	5,356	5,540	6,102	5,954
판매비	1,730	2,121	2,415	2,452	2,443
영업이익	3,228	3,234	3,125	3,650	3,511
EBITDA	4,143	4,134	4,079	4,627	4,527
영업외손익	-805	0	-128	-135	-196
금융손익	-290	-170	-9	14	33
투자손익	-124	311	110	80	0
기타영업외손익	-391	-141	-229	-229	-229
세전이익	2,423	3,235	2,997	3,516	3,315
중단사업이익	0	-11	0	0	0
당기순이익	1,721	2,145	2,038	2,355	2,221
지배주주지분순이익	1,671	2,104	1,999	2,310	2,178
비지배주주지분순이익	50	41	39	45	43
총포괄이익	1,711	1,878	2,038	2,355	2,221
증감률(%YoY)					
매출액	-18.3	17.1	13.9	1.5	-0.4
영업이익	63.1	0.2	-3.4	16.8	-3.8
EPS	105.6	25.9	-5.1	15.6	-5.7

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당자료(원)					
EPS	17,988	22,643	21,497	24,848	23,433
BPS	182,504	192,989	195,125	210,386	225,084
DPS	6,400	8,000	8,600	10,000	9,100
Multiple(배)					
P/E	8.1	9.0	9.5	8.3	8.7
P/B	0.8	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.8	5.2	5.2	4.4	4.3
수익성(%)					
영업이익률	8.2	7.0	5.9	6.8	6.6
EBITDA마진	10.5	8.9	7.7	8.7	8.5
순이익률	4.4	4.6	3.9	4.4	4.2
ROE	10.1	12.0	11.0	12.2	10.7
ROA	5.4	6.4	6.0	6.9	6.3
ROIC	12.9	12.0	11.5	13.0	12.2
안정성및기타					
부채비율(%)	78.0	77.3	71.7	64.8	61.8
이자보상배율(배)	12.8	15.7	17.3	23.6	24.1
배당성향(배)	34.2	34.3	36.6	36.8	35.5

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

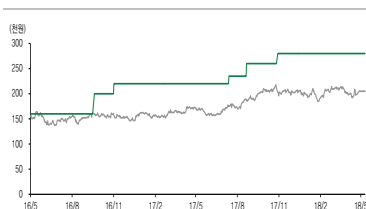
가입 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

SK이노베이션 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/04/12	Hold	160,000	-5.5 11.3				
16/10/04	Buy	200,000	-21.4 -19.0				
16/11/16	Buy	220,000	-27.1 -19.3				
17/07/28	Buy	235,000	-24.4 -19.4				
17/09/05	Buy	260,000	-22.8 -16.3				
17/11/13	Buy	280,000	-				

주: *표는 담당자 변경