2018년 5월 15일 I Equity Research

SK이노베이션 (096770)

1Q18 부진은 2Q18에 만회. 등/경유 중심의 견조한 정제마진 지속

1Q18 영업이익 컨센 14% 하회. SK에너지/SK인천석유화학 영향

1Q18 영업이익은 7,116억원(QoQ -16%, YoY -29%)으로 시장 예상치(8,292억원)를 14% 하회했다. SK에너지가 2~3월 역래깅효과 발생에 따라 부진(3,254억원, QoQ -36%)한데다, 이란발 컨덴세이트 프리미엄 상승에 따라 SK인천석유화학의 실적이 다소 위축된 점이 실적 부진의 원인으로 작용하였다. SK종합화학은 PE/PP, PX마진 호조에도 불구하고 영업이익이 2,848억원(QoQ +8%)에 그쳤다. NCC의 일부 트러블, 영업일수 감소 효과 등으로 물량이 감소하였기 때문이다. 루브리컨츠는 영업이익 1,286억원(QoQ -12%)으로 유가 상승에 따른 마진 위축이 일부 나타났다. 참고로, 전사에 걸쳐 영업이익에 미친 환율영향은 -300억원(에너지 -280억, 인천석유 -20억), 재고영향은 +259억원(에너지 +289억, 나머지 -30억원), 정기보수 기회손실은 160억원으로 추정된다.

2Q18 영업이익 QoQ +29% 증가. 유가 상승에 따른 영향

2Q18 영업이익은 9,189억원(QoQ +29%, YoY +118%)으로 개선될 전망이다. 유가 상승에 따라 SK에너지(5,094억원, QoQ +57%)가 전사 실적 개선을 견인할 것이기 때문이다. 현재 Dubai유는 3월 평균 대비 약 10$/bbl 상승해 동 유가가 6월 말까지 유지될 경우 재고관련이익은 2,000억원 이상 반영된다. 래깅마진 또한 1Q18 대비 현저하게 좋아진 상황이기에 이에 따른 긍정적 효과도 예상된다. 반면, 하나금융투자의 SK에너지 영업이익 추정치(QoQ +1,840억원)는 만약에 발생할 유가하락 등의 리스크를 감안해 보수적으로 추정하였기에 충분히 달성 가능한 수준이라 판단한다.

등/경유 중심의 정제마진 호조 지속 전망

BUY, 목표주가 28만원을 유지한다. 글로벌 정제업황은 타이트한 수급 지속으로 적어도 2019년까지 초호황기에 진입할 것으로 예상한다. 특히, 등/경유가 이번 사이클의 주도 제품이 될 것이다. 글로벌 산업생산 회복에 따라 미국을 비롯한 아시아/유럽의 등/경유 재고가 최근 5년 래 최저 수준까지 하락했기 때문이다. 정제마진 호조 지속에 따라 사상 최대 연간 영업이익(3.52조) 행진은 지속될 전망이다. 반면, 주가는 PER 7.1배, PBR 0.95배로 저평가 국면이다.

Earnings Review

BUY

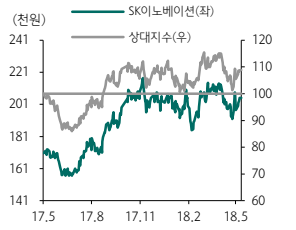
I TP(12M): 280,000원 I CP(5월 14일): 205,000원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,476.11
52주 최고/최저(원)	217,500/156,500
시가총액(십억원)	18,955.4
시가총액비중(%)	1.57
발행주식수(천주)	92,465.6
60일 평균 거래량(천주)	231.6
60일 평균 거래대금(십억원)	47.2
18년 배당금(예상,원)	8,500
18년 배당수익률(예상,%)	4.15
외국인지분율(%)	41.90
주요주주 지분율(%)	
SK 외 2 인	33.42
국민연금	10.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	2.0	1.0	18.5
상대	1.1	3.0	9.4

Consensus Data	2018	2019
매출액(십억원)	52,861.0	54,765.5
영업이익(십억원)	3,373.7	3,688.8
순이익(십억원)	2,456.9	2,683.7
EPS(원)	25,704	27,925
BPS(원)	213,514	233,677

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	39,520.5	46,260.9	52,069.7	56,006.2	58,980.6
영업이익	십억원	3,228.3	3,234.4	3,519.6	4,059.5	4,453.1
세전이익	십억원	2,423.4	3,234.8	3,621.1	4,182.6	4,556.6
순이익	십억원	1,671.3	2,103.8	2,668.1	3,105.6	3,383.3
EPS	원	17,834	22,449	28,471	33,139	36,103
증감률	%	105.1	25.9	26.8	16.4	8.9
PER	배	8.21	9.11	7.20	6.19	5.68
PBR	배	0.80	1.05	0.95	0.86	0.77
EV/EBITDA	배	3.81	5.23	4.66	3.81	3.14
ROE	%	10.13	11.96	14.01	14.68	14.32
BPS	원	183,956	194,441	214,871	239,626	267,345
DPS	원	6,400	8,000	8,500	8,500	8,500

Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정현
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

표 1. SK이노베이션 1Q18 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18	4Q17	1Q17	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	12,166.1	12,553.9	11,387.1	6.8	-3.1	13,611.7	-10.6	12,917.5	-5.8
영업이익	711.6	845.3	1,004.3	-29.1	-15.8	791.8	-10.1	829.2	-14.2
세전이익	678.9	661.4	1,163.0	-41.6	2.6	856.0	-20.7	828.8	-18.1
순이익	458.3	295.5	847.0	-45.9	55.1	635.6	-27.9	658.3	-30.4
영업이익률	5.8	6.7	8.8	-3.0	-0.9	5.8	0.0	6.4	-0.6
세전이익률	5.6	5.3	10.2	-4.6	0.3	6.3	-0.7	6.4	-0.8
순이익률	3.8	2.4	7.4	-3.7	1.4	4.7	-0.9	5.1	-1.3

자료: 하나금융투자

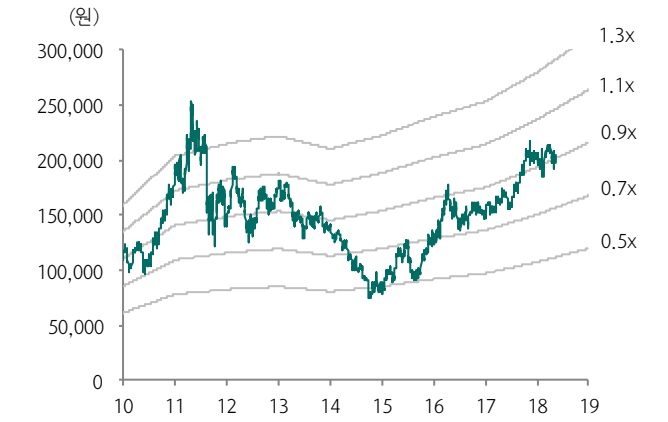
표 2. SK이노베이션 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	52,069.7	56,316.6	-7.5	56,006.2	59,273.6	-5.5
영업이익	3,519.6	4,007.2	-12.2	4,059.5	4,593.5	-11.6
세전이익	3,621.1	4,118.2	-12.1	4,182.6	4,739.1	-11.7
순이익	2,668.1	3,057.8	-12.7	3,105.6	3,518.8	-11.7
영업이익률	6.8	7.1	-0.4	7.2	7.7	-0.5
세전이익률	7.0	7.3	-0.4	7.5	8.0	-0.5
순이익률	5.1	5.4	-0.3	5.5	5.9	-0.4

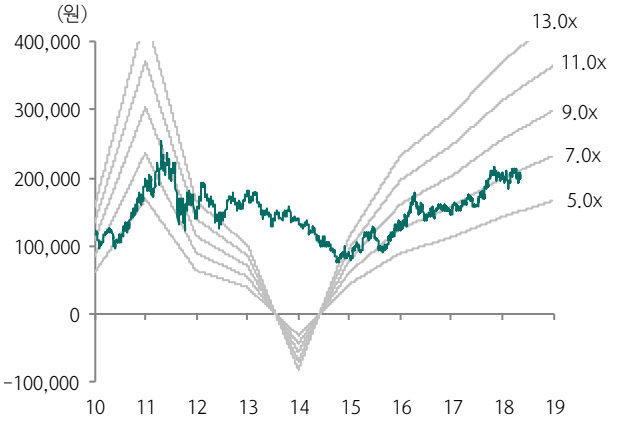
자료: 하나금융투자

그림 1. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

표 3. SK이노베이션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2017				FY2018				FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18 P	2Q18F	3Q18F	4Q18F				
매출액	**11,387.1**	**10,561.0**	**11,758.9**	**13,119.5**	**12,166.1**	**12,874.1**	**13,578.0**	**13,451.6**	**39,520.5**	**46,826.5**	**52,069.7**	**56,006.2**
QoQ(%)	13.0%	-7.3%	11.3%	11.6%	-7.3%	5.8%	5.5%	-0.9%				
YoY(%)	20.4%	2.7%	21.2%	30.2%	6.8%	21.9%	15.5%	2.5%	-18.3%	18.5%	11.2%	7.6%
SK이노베이션	261.6	252.4	288.6	300.5	260.0	302.0	303.3	306.8	928.4	1,103.1	1,172.2	1,281.6
E&P	176.5	135.5	150.1	173.7	157.2	179.3	185.9	192.5	530.5	635.8	714.9	813.4
연결조정	85.1	116.9	138.5	126.8	102.8	122.7	117.4	114.3	397.9	467.3	457.2	468.2
SK에너지	8,063.6	7,387.6	8,428.5	9,457.1	8,687.3	9,286.3	9,896.7	9,758.6	28,369.8	33,336.8	37,628.8	40,174.1
SK종합화학	2,333.3	2,164.2	2,291.7	2,550.0	2,439.0	2,483.1	2,541.6	2,515.5	7,686.5	9,339.2	9,979.2	10,821.9
SK루브리컨츠	728.6	756.8	750.1	811.9	779.8	802.6	836.4	870.7	2,535.8	3,047.4	3,289.6	3,728.5
영업이익	**1,004.3**	**421.2**	**963.6**	**845.2**	**711.6**	**918.9**	**919.1**	**970.1**	**3,228.4**	**3,234.3**	**3,519.6**	**4,059.5**
영업이익률(%)	8.8%	4.0%	8.2%	6.4%	5.8%	7.1%	6.8%	7.2%	8.2%	6.9%	6.8%	7.2%
QoQ(%)	18.3%	-58.1%	128.8%	-12.3%	-15.8%	29.1%	0.0%	5.6%				
YoY(%)	18.9%	-62.4%	132.3%	-0.5%	-29.1%	118.2%	-4.6%	14.8%	63.1%	0.2%	8.8%	15.3%
SK이노베이션	**0.8**	**-45.2**	**-32.9**	**-72.6**	**-27.2**	**-16.0**	**-12.1**	**-8.2**	**-97.9**	**-149.9**	**-63.6**	**-7.4**
영업이익률(%)	0.3%	-17.9%	-11.4%	-24.2%	-10.5%	-5.3%	-4.0%	-2.7%	-10.5%	-13.6%	-5.4%	-0.6%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
E&P	**57.3**	**35.2**	**44.7**	**51.2**	**44.8**	**56.0**	**59.9**	**63.8**	**105.2**	**188.4**	**224.4**	**280.6**
연결조정	-56.5	-80.4	-77.6	-123.8	-72.0	-72.0	-72.0	-72.0	-203.1	-338.3	-288.0	-288.0
SK에너지	**453.9**	**12.5**	**526.4**	**509.3**	**325.4**	**509.4**	**493.0**	**530.7**	**1,939.3**	**1,502.1**	**1,858.5**	**2,097.9**
영업이익률(%)	5.6%	0.2%	6.2%	5.4%	3.7%	5.5%	5.0%	5.4%	6.8%	4.5%	4.9%	5.2%
QoQ(%)	-25.5%	-97.2%	4111.2%	-3.2%	-36.1%	56.6%	-3.2%	7.6%				
YoY(%)	15.7%	-98.0%	5441.1%	-16.4%	-28.3%	3975.5%	-6.3%	4.2%	49.3%	-22.5%	23.7%	12.9%
SK종합화학	**454.7**	**333.7**	**326.0**	**262.8**	**284.8**	**294.5**	**299.9**	**302.1**	**918.7**	**1,377.2**	**1,181.4**	**1,380.8**
영업이익률(%)	19.5%	15.4%	14.2%	10.3%	11.7%	11.9%	11.8%	12.0%	12.0%	14.7%	11.8%	12.8%
QoQ(%)	108.1%	-26.6%	-2.3%	-19.4%	8.4%	3.4%	1.8%	0.7%				
YoY(%)	41.0%	-15.2%	9.5%	20.3%	-37.4%	-11.7%	-8.0%	15.0%	113.0%	49.9%	-14.2%	16.9%
SK루브리컨츠	**94.9**	**120.2**	**144.1**	**145.7**	**128.6**	**130.9**	**138.3**	**145.5**	**468.3**	**504.9**	**543.3**	**588.1**
영업이익률(%)	13.0%	15.9%	19.2%	17.9%	16.5%	16.3%	16.5%	16.7%	18.5%	16.6%	16.5%	15.8%
QoQ(%)	10.1%	26.7%	19.9%	1.1%	-11.7%	1.8%	5.6%	5.2%				
YoY(%)	-28.2%	-9.6%	23.2%	69.0%	35.5%	8.9%	-4.1%	-0.1%	58.7%	7.8%	7.6%	8.3%
당기순이익	**859.9**	**292.1**	**696.3**	**296.7**	**587.8**	**742.1**	**738.7**	**683.5**	**1,721.4**	**2,145.1**	**2,752.1**	**3,178.8**
당기순익률(%)	7.6%	2.8%	5.9%	2.3%	4.8%	5.8%	5.4%	5.1%	4.4%	4.6%	5.3%	5.7%
QoQ(%)	446.0%	-66.0%	138.4%	-57.4%	98.1%	26.2%	-0.5%	-7.5%				
YoY(%)	51.9%	-53.3%	87.3%	88.4%	-31.6%	154.0%	6.1%	130.3%	98.4%	24.6%	28.3%	15.5%
지배순이익	847.0	278.4	682.8	295.5	574.3	725.0	721.7	667.8	1,671.3	2,103.8	2,688.7	3,105.6

자료: 하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**39,520.5**	**46,260.9**	**52,069.7**	**56,006.2**	**58,980.6**
매출원가	34,561.7	40,905.2	46,524.4	49,766.0	52,157.5
매출총이익	4,958.8	5,355.7	5,545.3	6,240.2	6,823.1
판관비	1,730.5	2,121.3	2,025.7	2,180.7	2,370.0
영업이익	**3,228.3**	**3,234.4**	**3,519.6**	**4,059.5**	**4,453.1**
금융손익	(289.9)	(169.8)	(6.3)	15.4	44.1
종속/관계기업손익	(124.0)	311.3	248.3	248.3	200.0
기타영업외손익	(391.0)	(141.1)	(140.5)	(140.5)	(140.5)
세전이익	**2,423.4**	**3,234.8**	**3,621.1**	**4,182.6**	**4,556.6**
법인세	701.9	1,079.1	869.1	1,003.8	1,093.6
계속사업이익	1,721.4	2,155.7	2,752.1	3,178.8	3,463.0
중단사업이익	0.0	(10.6)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**1,721.4**	**2,145.1**	**2,752.1**	**3,178.8**	**3,463.0**
비지배주주지분순이익	50.1	41.3	83.9	73.2	79.7
지배주주순이익	**1,671.3**	**2,103.8**	**2,668.1**	**3,105.6**	**3,383.3**
지배주주지분포괄이익	1,660.8	1,846.7	2,705.9	3,125.5	3,405.0
NOPAT	2,293.2	2,155.4	2,674.9	3,085.2	3,384.3
EBITDA	4,142.7	4,134.4	4,418.3	4,968.2	5,377.0
성장성(%)					
매출액증가율	(18.3)	17.1	12.6	7.6	5.3
NOPAT증가율	92.1	(6.0)	24.1	15.3	9.7
EBITDA증가율	41.3	(0.2)	6.9	12.4	8.2
영업이익증가율	63.1	0.2	8.8	15.3	9.7
(지배주주)순익증가율	105.1	25.9	26.8	16.4	8.9
EPS증가율	105.1	25.9	26.8	16.4	8.9
수익성(%)					
매출총이익률	12.5	11.6	10.6	11.1	11.6
EBITDA이익률	10.5	8.9	8.5	8.9	9.1
영업이익률	8.2	7.0	6.8	7.2	7.6
계속사업이익률	4.4	4.7	5.3	5.7	5.9

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	17,834	22,449	28,471	33,139	36,103
BPS	183,956	194,441	214,871	239,626	267,345
CFPS	43,489	44,148	45,482	51,350	55,712
EBITDAPS	44,206	44,118	47,147	53,015	57,377
SPS	421,714	493,640	555,624	597,629	629,369
DPS	6,400	8,000	8,500	8,500	8,500
주가지표(배)					
PER	8.2	9.1	7.2	6.2	5.7
PBR	0.8	1.1	1.0	0.9	0.8
PCFR	3.4	4.6	4.5	4.0	3.7
EV/EBITDA	3.8	5.2	4.7	3.8	3.1
PSR	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	10.1	12.0	14.0	14.7	14.3
ROA	5.2	6.3	7.5	8.0	8.0
ROIC	12.7	11.7	13.7	15.4	16.5
부채비율	78.0	77.3	75.4	71.0	66.0
순부채비율	5.0	6.9	0.8	(6.6)	(13.9)
이자보상배율(배)	12.8	15.7	18.6	21.4	23.4

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	**14,987.7**	**16,219.2**	**18,883.4**	**21,633.1**	**24,500.3**
금융자산	5,755.7	4,343.1	5,517.4	7,257.4	9,361.7
현금성자산	2,644.2	2,003.7	2,884.3	4,425.3	6,379.1
매출채권 등	4,403.7	5,467.3	6,153.8	6,619.1	6,970.6
재고자산	4,445.3	5,978.6	6,729.3	7,238.1	7,622.5
기타유동자산	383.0	430.2	482.9	518.5	545.5
비유동자산	**17,593.6**	**18,024.4**	**18,461.7**	**18,848.9**	**19,218.4**
투자자산	2,567.3	2,820.3	3,174.5	3,414.4	3,595.8
금융자산	388.8	389.1	438.0	471.1	496.1
유형자산	13,603.5	13,587.2	13,771.3	14,012.1	14,286.9
무형자산	**1,272.3**	**1,520.8**	**1,419.9**	**1,326.3**	**1,239.7**
기타비유동자산	**150.5**	**96.1**	**96.0**	**96.1**	**96.0**
자산총계	**32,581.3**	**34,243.6**	**37,345.1**	**40,482.0**	**43,718.7**
유동부채	**8,736.5**	**9,954.8**	**10,954.1**	**11,631.3**	**12,143.0**
금융부채	1,808.4	1,606.1	1,617.5	1,625.2	1,631.0
매입채무 등	6,473.2	7,730.6	8,701.3	9,359.1	9,856.1
기타유동부채	454.9	618.1	635.3	647.0	655.9
비유동부채	**5,539.7**	**4,979.5**	**5,094.5**	**5,172.4**	**5,231.3**
금융부채	**4,871.5**	**4,063.8**	**4,063.8**	**4,063.8**	**4,063.8**
기타비유동부채	668.2	915.7	1,030.7	1,108.6	1,167.5
부채총계	**14,276.3**	**14,934.3**	**16,048.6**	**16,803.7**	**17,374.3**
지배주주지분	**17,103.1**	**18,085.7**	**20,000.3**	**22,320.2**	**24,917.9**
자본금	**468.6**	**468.6**	**468.6**	**468.6**	**468.6**
자본잉여금	5,884.2	5,765.8	5,765.8	5,765.8	5,765.8
자본조정	(136.1)	(136.1)	(136.1)	(136.1)	(136.1)
기타포괄이익누계액	215.7	(54.2)	(54.2)	(54.2)	(54.2)
이익잉여금	10,670.8	12,041.7	13,956.2	16,276.2	18,873.8
비지배주주지분	**1,201.9**	**1,223.6**	**1,296.2**	**1,358.1**	**1,426.5**
자본총계	**18,305.0**	**19,309.3**	**21,296.5**	**23,678.3**	**26,344.4**
순금융부채	924.2	1,326.7	163.9	(1,568.5)	(3,666.9)

현금흐름표

(단위: 십억원)

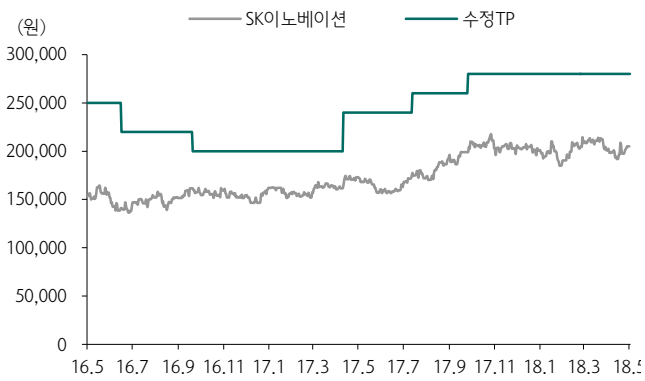
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**3,677.8**	**2,180.2**	**2,932.1**	**3,493.7**	**3,905.5**
당기순이익	1,721.4	2,145.1	2,752.1	3,178.8	3,463.0
조정	1,688.4	1,249.3	567.0	577.2	640.7
감가상각비	914.4	900.1	898.7	908.8	924.0
외환거래손익	29.3	(75.5)	(100.5)	(100.5)	(100.5)
지분법손익	124.0	(311.3)	(248.3)	(248.3)	(200.0)
기타	620.7	736.0	17.1	17.2	17.2
영업활동자산부채변동	268.0	(1,214.2)	(387.0)	(262.3)	(198.2)
투자활동 현금흐름	**(2,056.1)**	**(1,066.1)**	**(1,292.2)**	**(1,157.6)**	**(1,154.6)**
투자자산감소(증가)	337.1	163.6	(117.2)	(3.0)	7.4
유형자산감소(증가)	(566.6)	(863.9)	(981.8)	(1,056.0)	(1,112.1)
기타	(1,826.6)	(365.8)	(193.2)	(98.6)	(49.9)
재무활동 현금흐름	**(2,018.6)**	**(1,670.7)**	**(742.2)**	**(777.9)**	**(779.8)**
금융부채증가(감소)	(1,579.4)	(1,010.0)	11.4	7.7	5.8
자본증가(감소)	0.0	(118.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	12.1	214.3	0.0	0.1	0.1
배당지급	(451.3)	(756.6)	(753.6)	(785.7)	(785.7)
현금의 증감	**(375.5)**	**(640.5)**	**880.5**	**1,541.0**	**1,953.9**
Unlevered CFO	4,075.5	4,137.3	4,262.3	4,812.2	5,221.0
Free Cash Flow	3,070.8	1,241.8	1,950.3	2,437.7	2,793.4

자료: 하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK이노베이션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.10.10	BUY	280,000		
17.7.27	BUY	260,000	-29.63%	-23.46%
17.4.25	BUY	240,000	-31.14%	-27.29%
16.10.4	BUY	200,000	-21.42%	-16.00%
16.6.30	BUY	220,000	-32.36%	-26.59%
16.5.16	BUY	250,000	-39.34%	-34.20%
16.4.7	BUY	230,000	-30.12%	-22.61%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 05월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.