



하나금융그룹

2019년 2월 1일 | Equity Research

SK이노베이션 (096770)

현재의 정제마진과 비정유 실적으로는 부담스러운 Valuation

4Q18 영업이익 컨센 대폭 하회. 정유/비정유 모두 부진

4Q18 영업이익은 -2,789억원(QoQ 적전, YoY 적전)으로 컨센(-39억원)을 대폭 하회했다. 전사에 걸쳐 재고관련손실 5,200억원(정유 4,523억원+화학 531억원+윤활기유 155억원)이 발생한데다, 정유/비정유 사업 공히 마진도 부진했다. 정유사업 영업이익은 -5,540억원으로 재고관련손실을 제외해도 -1,000억원의 적자가 발생했다. 부정적 래깅효과와 휘발유 중심의 정제마진 부진 때문이다. 정유사업 부진은 어느 정도 예측되었으나, 특히 눈여겨 볼 부분은 비정유다. 윤활유사업 영업이익은 740억원(QoQ -44%), 영업이익률 8.8%로 약 3년 래 최저치를 기록했다. 글로벌 수요 부진에 따른 판가하락 영향이라 판단한다. 화학사업 영업이익은 2,495억원(QoQ -28%)을 시현했다. PX마진 호조에도 불구하고 벤젠/톨루엔, PE/PP가 약세를 나타낸 영향이다.

1Q19 영업이익은 QoQ 대폭 개선. 다만, 그 폭은 제한적

1Q19 영업이익은 4,009억원(QoQ 흑전, YoY -44%)으로 전분기 대비 개선을 예상한다. 전분기에 발생한 재고관련손실 제거만으로도 흑자는 가능하다. 하지만, 개선의 폭은 제한적일 것으로 판단하는데, 이는 정제마진과 비정유의 Level-Down된 실적이 지속될 것으로 전망하기 때문이다. 특히, 휘발유 마진은 높은 글로벌 재고를 감안하면 상반기 중에 쉽게 회복되기 힘들 것으로 판단한다.

드라마틱한 반전을 기대하긴 아직 이르다

Neutral, TP 20만원을 유지한다. 휘발유의 구조적인 공급과잉 지속을 전망한다. 이번 분기에 확인된 비정유사업(BTX, 윤활유)의 실적 Level-Down은 휘발유 수요 부진과 공급과잉이 불러일으키는 부정적인 나비효과를 대변한다. 중국의 신규 정제설비 증설과 2019년 Teapot의 원유도입 쿼터 상향(YoY +42%), 등/경유 중심의 수출 쿼터 확대(YoY +20% 가량)은 중국의 석유제품 수출 증대로 이어질 수 있다. 따라서, 상반기 정제마진에 대해 보수적 시각을 유지한다. 벌써 IMO 2020의 긍정적인 효과를 기대하기엔 중국의 PX 대규모 증설 Risk 등 아직 넘어야 할 산이 많다. 2019년 PER 12배로 미국 정유사(10~11배) 대비 Valuation도 부담이다.

Earnings Review

Neutral

| TP(12M): 200,000원 | CP(1월 31일): 188,500원

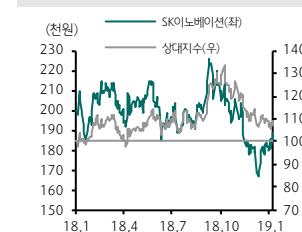
Key Data

	2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,204.85	
52주 최고/최저(원)	225,500/166,500	
시가총액(십억원)	17,429.8	
시가총액비중(%)	1.45	
발행주식수(천주)	92,465.6	
60일 평균 거래량(천주)	239.3	
60일 평균 거래대금(십억원)	44.7	
18년 배당금(예상, 원)	8,000	
18년 배당수익률(예상, %)	4.46	
외국인지분율(%)	37.87	
주요주주 지분율(%)		
SK 외 2 인	33.42	
국민연금	9.66	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	5.0 (5.0) (7.8)	
상대	(2.8) (1.1) 7.3	

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	54,102.5	51,759.9
영업이익(십억원)	2,420.0	2,642.0
순이익(십억원)	1,515.3	1,861.7
EPS(원)	15,299	19,050
BPS(원)	207,219	219,557

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	39,520.5	46,260.9	54,510.9	47,791.0	51,189.5
영업이익	십억원	3,228.3	3,234.4	2,120.1	2,081.6	2,139.5
세전이익	십억원	2,423.4	3,234.8	2,397.5	1,988.6	2,013.6
순이익	십억원	1,671.3	2,103.8	1,628.6	1,476.6	1,495.1
EPS	원	17,834	22,449	17,379	15,756	15,954
증감률	%	105.1	25.9	(22.6)	(9.3)	1.3
PER	배	8.21	9.11	10.33	11.96	11.82
PBR	배	0.80	1.05	0.88	0.89	0.85
EV/EBITDA	배	3.81	5.23	6.47	6.28	6.05
ROE	%	10.13	11.96	8.79	7.63	7.42
BPS	원	183,956	194,441	203,949	212,174	220,597
DPS	원	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 김정연

02-3771-7617

jeonghyeon.kim@hanafn.com

하나금융투자

표 1. SK이노베이션 4Q18 Review

	4Q18	3Q18	4Q17	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	13,948.1	14,958.7	12,553.9	11.1	-6.8	13,131.4	6.2	13,541.1	3.0
영업이익	-278.9	835.8	845.3	적자전환	적자전환	51.7	적자전환	-3.9	적자확대
세전이익	295.9	684.2	661.4	-55.3	-56.8	-44.9	흑자전환	56.0	428.4
순이익	226.8	444.3	295.5	-23.2	-49.0	-29.5	흑자전환	-1.9	적자확대
영업이익률	-2.0	5.6	6.7	-8.7	-7.6	0.4	-2.4	-0.0	-2.0
세전이익률	2.1	4.6	5.3	-3.1	-2.5	-0.3	2.5	0.4	1.7
순이익률	1.6	3.0	2.4	-0.7	-1.3	-0.2	1.9	-0.0	1.6

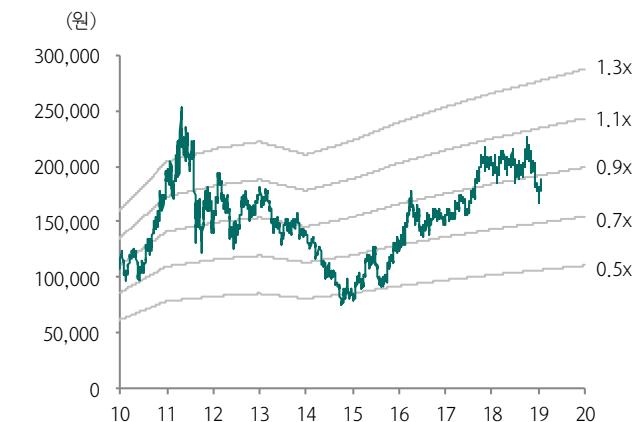
자료: 하나금융투자

표 2. SK이노베이션 연간 실적 추정치 변경 내역

	2018P			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	54,510.9	53,694.2	1.5	47,791.0	47,288.0	1.1
영업이익	2,120.1	2,450.7	-13.5	2,081.6	2,314.2	-10.1
세전이익	2,397.5	2,056.7	16.6	1,988.6	2,220.1	-10.4
순이익	1,628.6	1,372.3	18.7	1,476.6	1,648.5	-10.4
영업이익률	3.9	4.6	-0.7	4.4	4.9	-0.5
세전이익률	4.4	3.8	0.6	4.2	4.7	-0.5
순이익률	3.0	2.6	0.4	3.1	3.5	-0.4

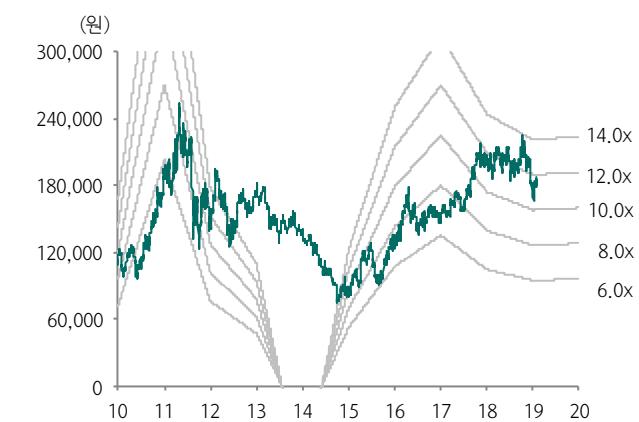
자료: 하나금융투자

그림 1. SK이노베이션 12M Fwd PBR 벤드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. SK이노베이션 12M Fwd PER 벤드차트



자료: 하나금융투자

표 3. SK이노베이션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2018				FY2018				FY2016	FY2017	FY2018P	FY2019F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F				
매출액	12,166.1	13,438.0	14,958.7	13,948.1	11,401.6	11,793.1	11,938.1	12,658.3	39,520.5	46,826.5	54,510.9	47,791.0
QoQ(%)	-7.3%	10.5%	11.3%	-6.8%	-18.3%	3.4%	1.2%	6.0%				
YoY(%)	6.8%	27.2%	27.2%	6.3%	-6.3%	-12.2%	-20.2%	-9.2%	-18.3%	18.5%	16.4%	-12.3%
SK이노베이션	260.0	315.8	349.8	441.3	358.2	372.0	388.0	393.6	928.4	1,103.1	1,366.9	1,511.8
E&P	157.2	184.9	193.2	219.7	188.5	189.4	196.7	212.4	530.5	635.8	755.0	786.9
연결조정	102.8	130.9	156.6	221.6	169.7	182.6	191.3	181.2	397.9	467.3	611.9	724.9
석유	8,687.3	9,772.7	10,900.1	9,833.4	8,091.4	8,453.8	8,497.4	9,091.7	28,369.8	33,336.8	39,193.5	34,134.2
화학	2,439.0	2,531.6	2,886.1	2,827.7	2,186.0	2,193.9	2,245.2	2,391.0	7,686.5	9,339.2	10,684.4	9,016.1
윤활유	779.8	817.9	822.7	845.7	765.9	773.5	807.5	782.0	2,535.8	3,047.4	3,266.1	3,128.9
영업이익	711.6	851.6	835.8	-278.9	400.9	466.0	571.9	642.9	3,228.4	3,234.3	2,120.1	2,081.6
영업이익률(%)	5.8%	6.3%	5.6%	-2.0%	3.5%	4.0%	4.8%	5.1%	8.2%	6.9%	3.9%	4.4%
QoQ(%)	-15.8%	19.7%	-1.8%	적전	흑전	16.2%	22.7%	12.4%				
YoY(%)	-29.1%	102.2%	-13.3%	적전	-43.7%	-45.3%	-31.6%	흑전	63.1%	0.2%	-34.4%	-1.8%
SK이노베이션	-27.2	-45.6	-50.0	-48.4	-79.7	-79.3	-75.4	-67.0	-97.9	-149.9	-171.2	-301.4
영업이익률(%)	-10.5%	-14.4%	-14.3%	-11.0%	-22.2%	-21.3%	-19.4%	-17.0%	-10.5%	-13.6%	-12.5%	-19.9%
QoQ(%)	적지											
YoY(%)	적전	적지										
E&P	44.8	59.3	71.8	79.9	48.6	49.0	52.9	61.3	105.2	188.4	255.8	211.8
연결조정	-72.0	-104.9	-121.8	-128.3	-128.3	-128.3	-128.3	-128.3	-203.1	-338.3	-427.0	-513.2
석유	325.4	533.4	408.4	-554.0	131.1	190.4	331.8	440.8	1,939.3	1,502.1	713.2	1,094.1
영업이익률(%)	3.7%	5.5%	3.7%	-5.6%	1.6%	2.3%	3.9%	4.8%	6.8%	4.5%	1.8%	3.2%
QoQ(%)	-36.1%	63.9%	-23.4%	적전	흑진	45.3%	74.3%	32.8%				
YoY(%)	-28.3%	4167.2%	-22.4%	적전	-59.7%	-64.3%	-18.7%	흑전	49.3%	-22.5%	-52.5%	53.4%
화학	284.8	237.7	345.5	249.5	269.3	272.5	219.4	195.9	918.7	1,377.2	1,117.5	957.1
영업이익률(%)	11.7%	9.4%	12.0%	8.8%	12.3%	12.4%	9.8%	8.2%	12.0%	14.7%	10.5%	10.6%
QoQ(%)	8.4%	-16.5%	45.4%	-27.8%	7.9%	1.2%	-19.5%	-10.7%				
YoY(%)	-37.4%	-28.8%	6.0%	-5.1%	-5.5%	14.7%	-36.5%	-21.5%	113.0%	49.9%	-18.9%	-14.4%
윤활유	128.6	126.1	132.0	74.0	80.2	82.3	96.0	73.2	468.3	504.9	460.7	331.7
영업이익률(%)	16.5%	15.4%	16.0%	8.8%	10.5%	10.6%	11.9%	9.4%	18.5%	16.6%	14.1%	10.6%
QoQ(%)	-11.7%	-1.9%	4.7%	-43.9%	8.4%	2.6%	16.6%	-23.8%				
YoY(%)	35.5%	4.9%	-8.4%	-49.2%	-37.6%	-34.7%	-27.3%	-1.1%	58.7%	7.8%	-8.8%	-28.0%
당기순이익	472.7	512.6	459.4	242.3	239.4	288.3	391.7	592.0	1,721.4	2,145.1	1,687.1	1,511.4
당기순이익률(%)	3.9%	3.8%	3.1%	1.7%	2.1%	2.4%	3.3%	4.7%	4.4%	4.6%	3.1%	3.2%
QoQ(%)	59.3%	8.4%	-10.4%	-47.3%	-1.2%	20.4%	35.9%	51.1%				
YoY(%)	-45.0%	75.5%	-34.0%	-18.3%	-49.4%	-43.8%	-14.7%	144.3%	98.4%	24.6%	-21.3%	-10.4%
지배순이익	458.3	499.2	444.3	226.8	233.9	281.6	382.7	578.3	1,671.3	2,103.8	1,628.6	1,476.6

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	39,520.5	46,260.9	54,510.9	47,791.0	51,189.5
매출원가	34,561.7	40,905.2	50,592.6	44,065.6	47,223.3
매출총이익	4,958.8	5,355.7	3,918.3	3,725.4	3,966.2
판관비	1,730.5	2,121.3	1,798.1	1,643.8	1,826.6
영업이익	3,228.3	3,234.4	2,120.1	2,081.6	2,139.5
금융순익	(289.9)	(169.8)	332.7	(107.6)	(92.4)
종속/관계기업순이익	(124.0)	311.3	158.3	148.3	100.0
기타영업외순익	(391.0)	(141.1)	(213.5)	(133.5)	(133.5)
세전이익	2,423.4	3,234.8	2,397.5	1,988.6	2,013.6
법인세	701.9	1,079.1	710.4	477.3	483.3
계속사업이익	1,721.4	2,155.7	1,687.1	1,511.4	1,530.3
중단사업이익	0.0	(10.6)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,721.4	2,145.1	1,687.1	1,511.4	1,530.3
비지배주주지분순이익	50.1	41.3	58.5	34.8	35.2
지배주주순이익	1,671.3	2,103.8	1,628.6	1,476.6	1,495.1
지배주주지분포괄이익	1,660.8	1,846.7	1,658.9	1,486.0	1,504.7
NOPAT	2,293.2	2,155.4	1,491.9	1,582.0	1,626.0
EBITDA	4,142.7	4,134.4	3,042.4	3,006.9	3,065.0
성장성(%)					
매출액증가율	(18.3)	17.1	17.8	(12.3)	7.1
NOPAT증가율	92.1	(6.0)	(30.8)	6.0	2.8
EBITDA증가율	41.3	(0.2)	(26.4)	(1.2)	1.9
영업이익증가율	63.1	0.2	(34.5)	(1.8)	2.8
(지배주주)순익증가율	105.1	25.9	(22.6)	(9.3)	1.3
EPS증가율	105.1	25.9	(22.6)	(9.3)	1.3
수익성(%)					
매출총이익률	12.5	11.6	7.2	7.8	7.7
EBITDA이익률	10.5	8.9	5.6	6.3	6.0
영업이익률	8.2	7.0	3.9	4.4	4.2
계속사업이익률	4.4	4.7	3.1	3.2	3.0

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	17,834	22,449	17,379	15,756	15,954
BPS	183,956	194,441	203,949	212,174	220,597
CFPS	43,489	44,148	37,494	31,562	32,182
EBITDAPS	44,206	44,118	32,465	32,086	32,705
SPS	421,714	493,640	581,673	509,966	546,231
DPS	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000
주가지표(배)					
PER	8.2	9.1	10.3	12.0	11.8
PBR	0.8	1.1	0.9	0.9	0.9
PCFR	3.4	4.6	4.8	6.0	5.9
EV/EBITDA	3.8	5.2	6.5	6.3	6.1
PSR	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3
재무비율(%)					
ROE	10.1	12.0	8.8	7.6	7.4
ROA	5.2	6.3	4.6	4.0	4.0
ROIC	12.7	11.7	7.6	8.0	8.3
부채비율	78.0	77.3	81.6	72.4	72.7
순부채비율	5.0	6.9	8.2	(0.0)	(1.6)
이자보상배율(배)	12.8	15.7	11.2	11.0	11.3

자료: 하나금융투자

대차대조표

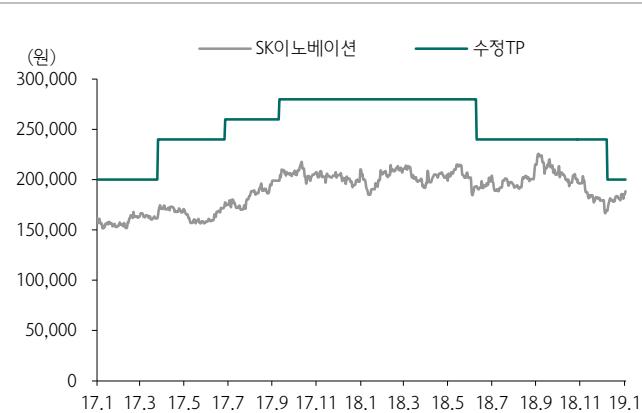
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
유동자산	14,987.7	16,219.2	18,007.9	17,947.1	19,165.3
금융자산	5,755.7	4,343.1	4,015.8	5,678.5	6,025.1
현금성자산	2,644.2	2,003.7	1,259.2	3,261.8	3,436.5
매출채권 등	4,403.7	5,467.3	6,442.3	5,648.2	6,049.8
재고자산	4,445.3	5,978.6	7,044.8	6,176.4	6,615.6
기타유동자산	383.0	430.2	505.0	444.0	474.8
비유동자산	17,593.6	18,024.4	18,756.5	18,322.6	18,569.6
투자자산	2,567.3	2,820.3	3,323.3	2,913.6	3,120.8
금융자산	388.8	389.1	458.5	402.0	430.6
유형자산	13,603.5	13,587.2	13,917.3	13,986.7	14,113.1
무형자산	1,272.3	1,520.8	1,419.9	1,326.3	1,239.7
기타비유동자산	150.5	96.1	96.0	96.0	96.0
자산총계	32,581.3	34,243.6	36,764.4	36,269.7	37,734.9
유동부채	8,736.5	9,954.8	11,374.1	10,218.0	10,802.7
금융부채	1,808.4	1,606.1	1,622.3	1,609.1	1,615.7
매입채무 등	6,473.2	7,730.6	9,109.2	7,986.2	8,554.2
기타유동부채	454.9	618.1	642.6	622.7	632.8
비유동부채	5,539.7	4,979.5	5,142.8	5,009.8	5,077.0
금융부채	4,871.5	4,063.8	4,063.8	4,063.8	4,063.8
기타비유동부채	668.2	915.7	1,079.0	946.0	1,013.2
부채총계	14,276.3	14,934.3	16,516.9	15,227.8	15,879.7
지배주주지분	17,103.1	18,085.7	18,976.8	19,747.6	20,537.0
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	12,932.7	13,703.5	14,492.9
비지배주주지분	1,201.9	1,223.6	1,270.8	1,294.3	1,318.2
자본총계	18,305.0	19,309.3	20,247.6	21,041.9	21,855.2
순금융부채	924.2	1,326.7	1,670.3	(5.7)	(345.6)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3,677.8	2,180.2	2,168.2	2,852.8	2,246.0
당기순이익	1,721.4	2,145.1	1,687.1	1,511.4	1,530.3
조정	1,688.4	1,249.3	1,030.8	893.7	942.1
감가상각비	914.4	900.1	922.3	925.3	925.4
외환거래손익	29.3	(75.5)	249.5	99.5	99.5
지분법손익	124.0	(311.3)	(158.3)	(148.3)	(100.0)
기타	620.7	736.0	17.3	17.2	17.2
영업활동자산부채변동	268.0	(1,214.2)	(549.7)	447.7	(226.4)
투자활동 현금흐름	(2,056.1)	(1,066.1)	(2,174.1)	(114.1)	(1,355.0)
투자자산감소(증가)	337.1	163.6	(356.0)	546.7	(118.5)
유형자산감소(증가)	(566.6)	(863.9)	(1,151.4)	(901.1)	(965.2)
기타	(1,826.6)	(365.8)	(666.7)	240.3	(271.3)
재무활동 현금흐름	(2,018.6)	(1,670.7)	(721.4)	(718.9)	(699.1)
금융부채증가(감소)	(1,579.4)	(1,010.0)	16.2	(13.2)	6.7
자본증가(감소)	0.0	(118.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	12.1	214.3	0.0	0.1	(0.0)
배당지급	(451.3)	(756.6)	(737.6)	(705.8)	(705.8)
현금의 증감	(375.5)	(640.5)	(744.5)	2,002.6	174.7
Unlevered CFO	4,075.5	4,137.3	3,513.7	2,957.8	3,015.9
Free Cash Flow	3,070.8	1,241.8	1,016.8	1,951.7	1,280.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

SK이노베이션



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
19.1.7	Neutral	200,000		
18.10.10	Neutral	240,000	-17.59%	-6.04%
18.7.10	BUY	240,000	-17.28%	-6.04%
17.10.10	BUY	280,000	-27.33%	-22.32%
17.7.27	BUY	260,000	-29.63%	-23.46%
17.4.25	BUY	240,000	-31.14%	-27.29%
17.2.3	BUY	200,000	-20.42%	-16.00%
16.9.25	BUY	220,000	-29.10%	-26.14%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 31일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 02월 01일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 02월 01일 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.