



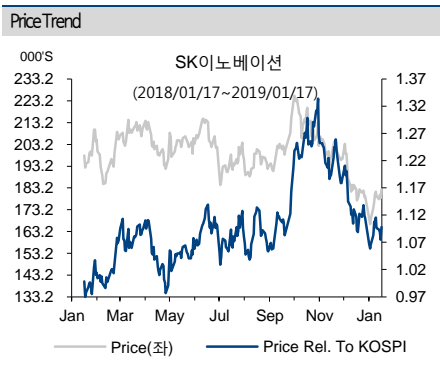
바닥을 지나는 중

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	235,000 원(하향)
종가(2019/01/17)	182,500 원

Stock Indicator	
자본금	469십억원
발행주식수	9,371만주
시가총액	17,020십억원
외국인지분율	38.1%
52주 주가	166,500~225,500 원
60일평균거래량	240,115주
60일평균거래대금	45.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.0	-16.7	-5.4	-7.8
상대수익률	-1.7	-13.9	2.9	8.4



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	46,261	54,334	45,174	45,354
영업이익(십억원)	3,234	2,143	2,619	2,847
순이익(십억원)	2,104	1,392	1,705	1,845
EPS(원)	22,449	14,856	18,189	19,691
BPS(원)	192,989	197,465	205,274	214,586
PER(배)	9.1	12.3	10.0	9.3
PBR(배)	1.1	0.9	0.9	0.9
ROE(%)	12.0	7.6	9.0	9.4
배당수익률(%)	6.3	7.0	7.0	7.0
EV/EBITDA(배)	4.9	6.8	5.6	5.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유·화학·유틸리티] 원민석
(2122-9193)
ethan.won@hi-ib.com

4Q18 Preview : 국제유가 급락으로 큰 폭의 감익 불가피

동사의 4Q18 실적은 매출 13조 7,707억원 (q/q -7.9%, Cons. 13조 6,276억원), 영업적자 -2,556억원 (q/q 적자전환, Cons. 141억원)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 전분기 대비 실적 악화의 주요 원인은 1) 국제유가 하락에 따른 원유 재고 평가손실 [4,000억 추정] 발생 및 2) 휘발유 Crack Margin 축소로 인한 정제마진 악화이다.

정유부문 영업이익은 -5,569억원 (q/q 적자전환)으로 전분기 대비 크게 악화될 것이다. 1) 국제유가 하락 [Dubai 기준 9월 평균 \$78.4/bbl → \$56.8/bbl]로 인한 원유 재고평가손실 발생 [4,000억 추정] 및 2) 경질유 Crack Margin 축소에 따른 정제마진 악화가 주요 이유이다. 석유화학부문 영업이익은 1,894억원 (q/q -45.2%)으로 전분기 대비 악화될 것인데, 분기 평균으로 PX Spread가 견조한 수준을 유지하였으나 Benzene 등의 주요 제품 Spread가 크게 축소되었기 때문이다. 윤활기유부문 영업이익은 1,346억원 (q/q +1.9%)으로 전분기와 영업환경이 크게 다르지 않아 비슷한 수준을 유지할 것으로 전망한다. 석유개발부문도 영업이익 674억원 (q/q -6.1%)로 전분기와 비슷한 수준을 유지할 것으로 전망한다.

지속적으로 강화될 배터리 모멘텀

동사는 '22년 기준 EV 배터리 생산능력 목표를 55GWh로 상향하였다 [기준 Guidance '20년 20GWh, '25년 50GWh]. 최근 서산 배터리 제2동 [Line #4,5,6,7, +2.8GWh] 가동으로 동사의 국내 EV 배터리 생산능력은 4.7GWh로 증가하였다. 향후 해외법인 설립을 통해 추가적인 증설이 계획되어 있다. 중국 ['19년 창저우 7.5GWh → 최종 20GWh], 유럽 ['22년 헝가리 코마롬 7.2GWh → 최종 20GWh], 미국 ['22년 루이지애나 9.8GWh]의 증설을 통해 목표를 달성할 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 235,000 원으로 하향

동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하나, 실적추정치 조정에 따라 목표주가를 235,000 원으로 하향한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 205,274 원에 Target PBR 1.16x [12M Fwd ROE 9.0%, 12M Fwd COE 7.8%]를 적용하여 산정하였다.

Earnings : 바닥을 지나는 중

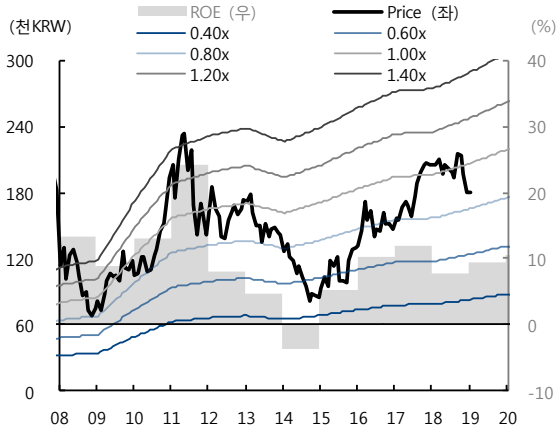
그림 49. SK 이노베이션의 부문별 실적 추정

SK이노베이션 [096770]	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
주요 가정												
두바이 유가 [Avg]	USD/bbl	53.4	49.8	50.7	59.4	64.4	72.2	74.7	67.5	53.3	69.7	56.0
두바이 유가 [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	54.5	51.5	48.2	58.1	64.7	68.9	73.1	70.2	53.1	69.2	56.0
두바이 유가 [End]	USD/bbl	51.9	46.5	55.8	64.0	65.5	75.3	84.9	53.5	64.0	53.5	56.0
사우디 OSP [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	-0.2	-0.2	-0.5	0.2	1.5	1.3	2.0	1.3	-0.2	1.5	1.1
KRW/USD 환율 [Avg]	KRW/USD	1,152.1	1,128.9	1,131.8	1,105.5	1,071.4	1,079.2	1,120.1	1,126.8	1,129.6	1,099.4	1,126.8
KRW/USD 환율 [End]	KRW/USD	1,116.7	1,144.4	1,144.3	1,066.4	1,060.3	1,113.9	1,110.0	1,113.3	1,066.4	1,113.3	1,113.3
매출액	십억원	11,387.1	10,561.0	11,758.9	13,119.5	12,166.1	13,438.0	14,958.7	13,770.7	46,826.5	54,333.5	45,173.6
정유	십억원	8,063.6	7,387.6	8,428.5	9,457.1	8,687.3	9,772.7	10,900.1	10,081.7	33,336.8	39,441.8	33,414.6
석유화학	십억원	2,333.3	2,164.2	2,291.7	2,550.0	2,439.0	2,531.6	2,886.1	2,676.6	9,339.2	10,533.3	8,801.7
윤활유	십억원	728.6	756.8	750.1	811.9	779.8	817.9	822.7	674.5	3,047.4	3,094.9	1,695.5
석유개발	십억원	176.5	135.5	136.5	173.7	157.2	184.9	193.2	181.3	622.2	716.6	635.4
영업이익	십억원	1,004.3	421.2	963.6	845.2	711.6	851.6	835.9	-255.6	3,234.3	2,143.5	2,619.0
정유	십억원	453.9	12.5	526.4	509.3	325.4	533.4	408.4	-556.9	1,502.1	710.3	1,041.4
석유화학	십억원	454.7	333.7	326.0	262.8	284.8	237.7	345.5	189.4	1,377.2	1,057.4	1,158.4
윤활유	십억원	94.9	120.2	144.1	145.7	128.6	126.1	132.0	134.6	504.9	521.3	543.0
석유개발	십억원	57.3	35.2	44.7	51.2	44.8	59.3	71.8	67.4	188.4	243.3	236.1
영업이익률	%	8.8%	4.0%	8.2%	6.4%	5.8%	6.3%	5.6%	-1.9%	6.9%	3.9%	5.8%
정유	%	5.6%	0.2%	6.2%	5.4%	3.7%	5.5%	3.7%	-5.5%	4.5%	1.8%	3.1%
석유화학	%	19.5%	15.4%	14.2%	10.3%	11.7%	9.4%	12.0%	7.1%	14.7%	10.0%	13.2%
윤활유	%	13.0%	15.9%	19.2%	17.9%	16.5%	15.4%	16.0%	20.0%	16.6%	16.8%	32.0%
석유개발	%	32.5%	26.0%	32.7%	29.5%	28.5%	32.1%	37.2%	37.2%	30.3%	33.9%	37.2%
세전이익	십억원	1,163.0	433.2	977.2	661.4	678.9	738.6	684.2	40.5	3,234.8	2,142.2	2,622.8
당기순이익	십억원	860.0	292.1	696.3	296.7	472.7	512.6	459.4	-9.6	2,145.1	1,435.3	1,757.3
지배주주순이익	십억원	847.1	278.4	682.8	295.5	458.3	499.2	444.3	-9.6	2,103.8	1,392.2	1,704.6

자료:하이투자증권

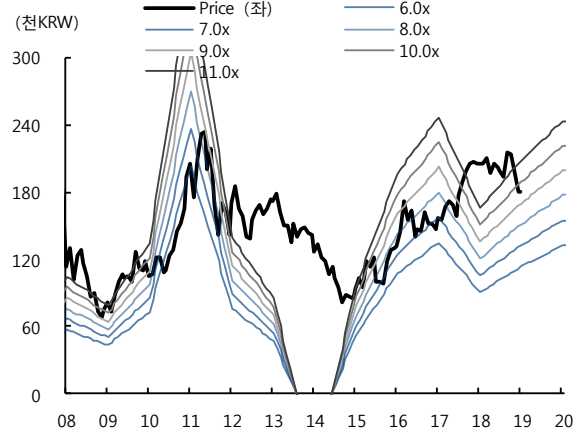
Multiple Band Charts & Consensus

그림 50. SK 이노베이션 PBR/ROE Band Chart



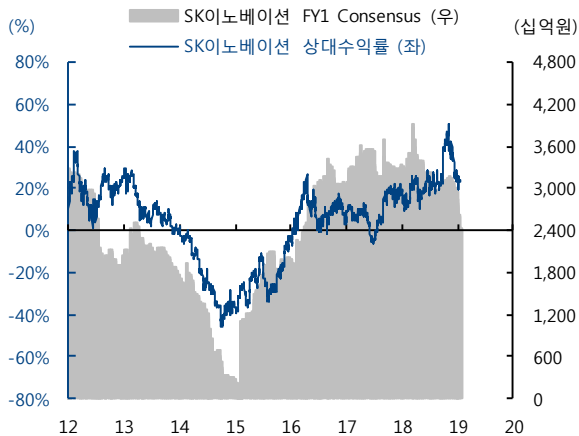
자료:하이투자증권

그림 51. SK 이노베이션 PER Band Chart



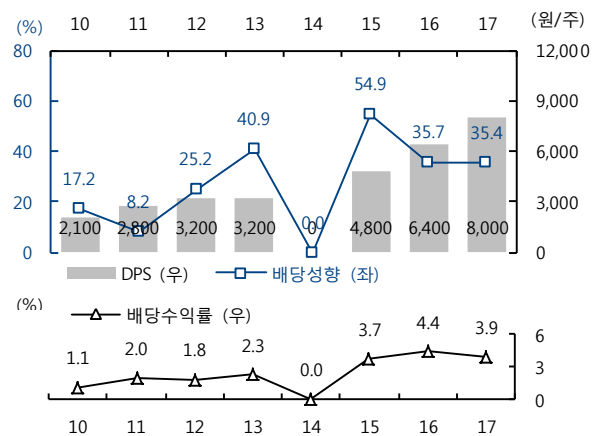
자료:하이투자증권

그림 52. SK 이노베이션의 상대수익률 및 FY1 Consensus 추이



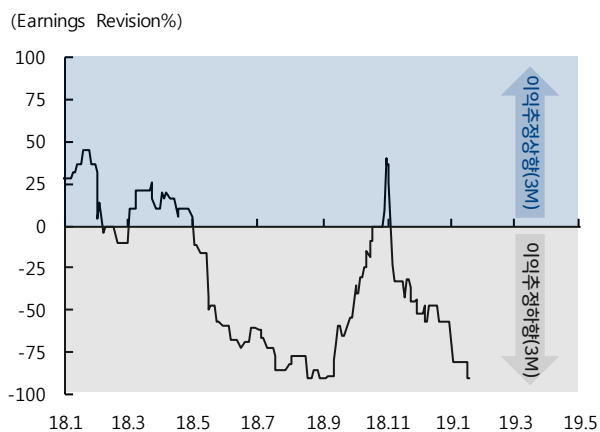
자료:하이투자증권

그림 53. SK 이노베이션의 DPS, 배당성향, 배당수익률 추이



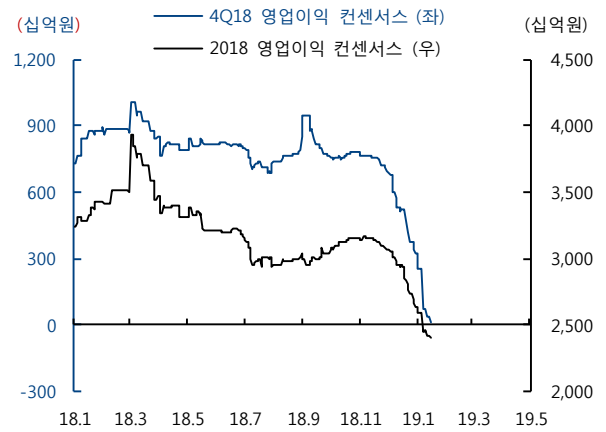
자료:하이투자증권

그림 54. SK 이노베이션의 Earning Revision (3M) 추이



자료:하이투자증권

그림 55. SK 이노베이션의 4Q18/2018 영업이익 Consensus(1M)



자료:하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	16,219	17,977	16,116	15,635
현금 및 현금성자산	2,004	2,292	3,074	2,810
단기금융자산	2,339	1,759	1,322	994
매출채권	5,467	6,422	5,339	5,360
재고자산	5,979	7,022	5,838	5,861
비유동자산	18,024	19,926	21,825	23,573
유형자산	13,587	15,425	17,151	18,725
무형자산	1,521	1,405	1,400	1,395
자산총계	34,244	37,902	37,941	39,209
유동부채	9,955	11,097	10,297	10,581
매입채무	5,265	6,184	5,142	5,162
단기차입금	243	245	247	249
유동성장기부채	1,272	1,272	1,272	1,272
비유동부채	4,979	7,033	7,087	7,141
사채	3,233	5,233	5,233	5,233
장기차입금	830	880	930	980
부채총계	14,934	18,130	17,385	17,722
자배주주지분	18,086	18,505	19,237	20,110
자본금	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	5,766	5,766
이익잉여금	12,042	12,728	13,727	14,867
기타자본항목	-190	-457	-724	-991
비자배주주지분	1,224	1,267	1,319	1,376
자본총계	19,309	19,772	20,556	21,486

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	46,261	54,334	45,174	45,354
증가율(%)	17.1	17.5	-16.9	0.4
매출원가	40,905	50,344	40,425	40,420
매출총이익	5,356	3,990	4,749	4,934
판매비와관리비	2,121	1,846	2,130	2,087
연구개발비	291	342	284	285
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	3,234	2,143	2,619	2,847
증가율(%)	0.2	-33.7	22.2	8.7
영업이익률(%)	7.0	3.9	5.8	6.3
이자수익	76	71	77	67
이자비용	206	281	283	285
지분법이익(손실)	171	171	171	171
기타영업외손익	-141	71	71	71
세전계속사업이익	3,235	2,142	2,623	2,839
법인세비용	1,079	707	866	937
세전계속이익률(%)	7.0	3.9	5.8	6.3
당기순이익	2,145	1,435	1,757	1,902
순이익률(%)	4.6	2.6	3.9	4.2
지배주주귀속 순이익	2,104	1,392	1,705	1,845
기타포괄이익	-267	-267	-267	-267
총포괄이익	1,878	1,168	1,490	1,635
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

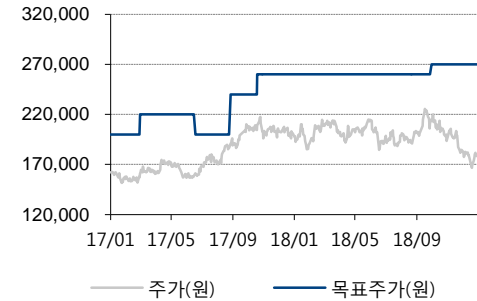
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	2,180	1,433	4,189	3,250
당기순이익	2,145	1,435	1,757	1,902
유형자산감가상각비	791	766	928	1,080
무형자산상각비	109	117	107	107
지분법관련손실(이익)	171	171	171	171
투자활동 현금흐름	-1,066	-3,000	-3,293	-3,401
유형자산의 처분(취득)	-864	-2,604	-2,654	-2,654
무형자산의 처분(취득)	-70	-2	-102	-102
금융상품의 증감	67	-3	-2	-1
재무활동 현금흐름	-1,671	1,303	-657	-657
단기금융부채의증감	223	2	2	2
장기금융부채의증감	-1,134	2,050	50	50
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-41	-41	-41	-41
현금및현금성자산의증감	-640	288	783	-264
기초현금및현금성자산	2,644	2,004	2,292	3,074
기말현금및현금성자산	2,004	2,292	3,074	2,810

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	22,449	14,856	18,189	19,691
BPS	192,989	197,465	205,274	214,586
CFPS	32,053	24,284	29,236	32,352
DPS	16,050	16,050	16,050	16,050
Valuation(배)				
PER	9.1	12.1	9.9	9.1
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8
PCR	6.4	7.4	6.2	5.6
EV/EBITDA	4.9	6.7	5.5	5.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	12.0	7.6	9.0	9.4
EBITDA 이익률	8.9	5.6	8.1	8.9
부채비율	77.3	91.7	84.6	82.5
순부채비율	6.4	18.1	16.0	18.3
매출채권회전율(x)	9.4	9.1	7.7	8.5
재고자산회전율(x)	8.9	8.4	7.0	7.8

자료 : SK 이노베이션, 하이투자증권 리서치센터

SK 이노베이션
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2017-03-15	Buy	220,000	6개월	-25.3%	-20.7%
2017-07-03	Buy	200,000	1년	-12.9%	-5.3%
2017-09-11	Buy	240,000	1년	-16.7%	-12.5%
2017-11-03	Buy	260,000	1년	-22.3%	-13.3%
2018-10-15(담당자변경)	Buy	270,000	1년	-28.1%	-18.5%
2019-01-18	Buy	235,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 본 연구원은 지난 '18년 11월 16일 SK 이노베이션으로부터 비용을 지원받아 서산공장 투어를 다녀온 바 있습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 원민석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	90.9%	9.1%	-