

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

### Company Data

자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	16,598 십억원
주요주주	
SK(주)(외3)	33.41%
국민연금공단	9.66%
외국인지분률	38.00%
배당수익률	3.60%

### Stock Data

주가(19/03/29)	179,500 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	0.84
52주 최고가	225,500 원
52주 최저가	166,500 원
60일 평균 거래대금	43 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.5%	-2.1%
6개월	-16.5%	-8.6%
12개월	-14.5%	-2.7%

## SK 이노베이션 (096770/KS | 매수(유지) | T.P 220,000 원(하향))

### 이미 시작된 정유의 down-turn

1Q19 영업이익 3,578 억원(QoQ 흑전 / YoY -49.7%) 추정함. 시장 컨센서스 대비 -32.5% 하회하는 수치임. 유가와 정제마진이 금반 분기에서 뚜렷한 모멘텀을 보여주지 못한 탓에 정유가 여전히 약세고, 화학도 완전한 down-turn 기조로 이익기여를 기대하기는 어려움. 특히 공급과잉 국면이 이제 막 시작된 만큼 당분간 이익회복은 쉽지 않을 것으로 판단함. 목표주가 22 만원으로 하향 조정함

### 1Q19 영업이익 3,578 억원(QoQ 흑전 / YoY -49.7%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 5,303 억원 대비 -32.5% 하향할 것으로 예상함. 실적이 기대에 못 미치는 이유는 유가(Dubai 기준 분기평균가격 4Q \$67.0/bbl → 1Q \$63.5/bbl), 정제마진(4Q \$6.3/bbl → 1Q \$5.0/bbl) 모두 뚜렷한 모멘텀을 보여주지만 정유(SK 에너지)가 여전히 부진할 것으로 추정되기 때문임. 뿐만 아니라 화학(SK 종합화학)도 역시 명백히 중장기 down-turn에 진입해 있음. 분기평균 가격 기준으로 봤을 때 원재로 납사(4Q \$572/t → 1Q \$518/t) 대비 화학 전체산업의 대표 아이템이라 할 수 있는 HDPE(4Q \$1,109/t → 1Q \$1,019/t)의 하락폭이 더욱 크게 났음.

### 정유가 제일 걱정

약 3년 간 강세를 이어오던 정유/화학은 늘 그랬던 패턴대로 신규설비들이 대규모 진입 하면서 공히 약세 구간에 진입했음. 특히 정유는 중국을 중심으로 공격적인 설비증설이 이제 막 시작된 만큼 정제마진의 압박은 지속될 수밖에 없음. 동사에게는 배터리라는 성장동력이 있긴 하지만 규모가 작기 때문에 주력 사업의 down-turn 상쇄를 기대하기는 어려움.

### 목표주가 240,000 원 → 220,000 원 / 투자의견 매수 유지

최근 급격히 둔화된 상황을 반영하여 영업이익 추정치를 하향조정하며, 이를 반영해 목표주가 역시 동반 하향 조정함.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	39,520.5	46,162.7	54,510.9	49,170.6	46,559.8	48,504.6
yoy	%	(18.3)	16.8	18.1	(9.8)	(5.3)	4.2
영업이익	십억원	3,228.3	3,221.8	2,117.6	1,349.9	1,563.3	1,699.0
yoy	%	63.1	(0.2)	(34.3)	(36.3)	15.8	8.7
EBITDA	십억원	4,142.7	4,121.8	3,056.5	2,344.5	2,557.9	2,693.6
세전이익	십억원	2,423.4	3,223.7	2,402.4	1,035.3	1,213.8	1,364.4
순이익(지배주주)	십억원	1,671.3	2,103.8	1,651.5	788.3	924.3	1,038.9
영업이익률%	%	8.2	7.0	3.9	2.7	3.4	3.5
EBITDA%	%	10.5	8.9	5.6	4.8	5.5	5.6
순이익률	%	6.1	7.0	4.4	2.1	2.6	2.8
EPS	원	17,988	22,643	17,773	8,525	9,996	11,236
PER	배	8.1	9.0	10.1	21.1	18.0	16.0
PBR	배	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	3.1	4.7	5.5	7.1	6.6	6.2
ROE	%	10.1	12.0	9.1	4.3	5.0	5.5
순차입금	십억원	(625)	193	2,464	922	705	804
부채비율	%	78.0	77.4	86.7	80.6	79.1	78.6

1Q19 preview

(단위 % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	12,166.1	13,438.0	14,958.7	13,948.1	12,587.0	3.5	(9.8)	12,569.0	0.1
영업이익	711.6	851.6	835.8	(281.5)	357.8	(49.7)	(227.1)	530.3	(32.5)
세전이익	678.9	738.6	684.2	300.7	268.4	(60.5)	(10.8)	502.9	(46.6)
지배순이익	458.3	499.2	444.3	249.7	204.3	(55.4)	(18.2)	358.6	(43.0)
영업이익률	5.8	6.3	5.6	(2.0)	2.8	(3.0)	4.9	4.2	(1.4)
세전이익률	5.6	5.5	4.6	2.2	2.1	(3.4)	(0.0)	4.0	(1.9)
지배주주순이익률	3.8	3.7	3.0	1.8	1.6	(2.1)	(0.2)	2.9	(1.2)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	8.2%	9.1%	10.8%	6.3%	4.9%	5.0%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%					
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.25					
1Q19E BPS(지배주주지분)	180,317					
Target Price	224,507					

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	8,748	20,936	12,563	9,866	10,314
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	15,985				
4Q19E EPS	20,936				
4Q20E EPS	12,563				

Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	159,851	167,843	175,836	183,829	191,821	199,814	207,806	215,799	223,791	231,784
TP by 4Q19E EPS	209,358	219,825	230,293	240,761	251,229	261,697	272,165	282,633	293,101	303,568
TP by 4Q20E EPS	125,632	131,913	138,195	144,476	150,758	157,040	163,321	169,603	175,884	182,166

자료: SK 이노베이션, SK 증권

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	54,107.7	47,569.2	44,637.5	54,510.9	49,170.6	46,559.8	0.7%	3.4%	4.3%
YoY %	17.2%	-12.1%	-6.2%	18.1%	-9.8%	-5.3%			
영업이익	3,019.8	1,784.5	1,987.4	2,117.6	1,349.9	1,563.3	-29.9%	-24.4%	-21.3%
YoY %	-6.3%	-37.6%	21.4%	-34.3%	-36.3%	15.8%			
EBITDA	3,936.1	2,809.0	3,211.8	3,056.5	2,344.5	2,557.9	-22.3%	-16.5%	-20.4%
YoY %	-4.5%	-28.6%	14.3%	-25.8%	-23.3%	9.1%			
순이익	1,925.7	1,094.5	1,159.1	1,651.5	788.3	924.3	-14.2%	-28.0%	-20.3%
YoY %	1.0%	-39.1%	20.4%	-21.5%	-52.3%	17.2%			

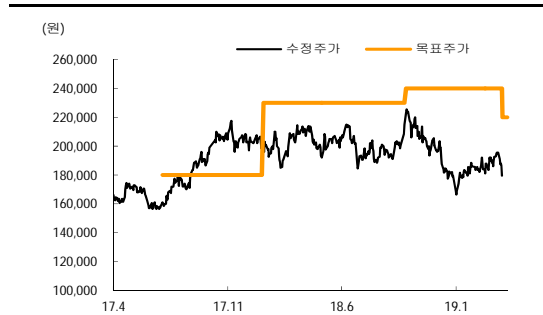
자료: SK 이노베이션 SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	12,802.8	12,192.7	12,049.3	10,524.4	12,587.0	12,751.7	12,779.7	11,052.1	-1.7%	4.6%	6.1%	5.0%
YoY %	5.2%	-9.3%	-14.2%	-27.2%	3.5%	-5.1%	-14.6%	-20.8%				
QoQ %	-11.5%	-4.8%	-1.2%	-12.7%	-9.8%	1.3%	0.2%	-13.5%				
영업이익	535.0	582.3	577.3	1,899	357.8	425.0	500.8	66.2	-33.1%	-27.0%	-13.2%	-65.1%
YoY %	-24.8%	-31.6%	-23.9%	-72.8%	-49.7%	-50.1%	-40.1%	흑전				
QoQ %	-23.3%	8.8%	-0.9%	-67.1%	흑전	18.8%	17.8%	-86.8%				
EBITDA	766.1	813.5	808.4	421.0	606.5	673.7	749.5	314.8	-20.8%	-17.2%	-7.3%	-25.2%
YoY %	-18.0%	-24.9%	-18.3%	-54.7%	-35.1%	-37.8%	-30.1%	흑전				
QoQ %	-17.5%	6.2%	-0.6%	-47.9%	흑전	11.1%	11.2%	-58.0%				
순이익	357.3	409.3	415.0	1,129	204.3	263.4	333.9	(13.3)	-42.8%	-35.7%	-19.6%	-111.7%
YoY %	-22.0%	-18.0%	-34.2%	-79.0%	-55.4%	-47.2%	-24.9%	적전				
QoQ %	-33.5%	14.5%	1.4%	-72.8%	-18.2%	28.9%	26.8%	적전				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	220,000원	6개월		
2018.10.01	매수	240,000원	6개월	-19.66%	-6.04%
2018.07.09	매수	230,000원	6개월	-12.77%	-6.52%
2018.04.02	매수	230,000원	6개월	-11.90%	-6.52%
2018.01.08	매수	230,000원	6개월	-12.19%	-6.74%
2017.07.04	매수	180,000원	6개월	6.45%	20.83%



**Compliance Notice**

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 4월 1일 현재 SK 이노베이션(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 1일 기준)**

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	16,220	16,752	15,981	16,266	16,885
현금및현금성자산	2,004	1,856	3,398	3,616	3,516
매출채권및기타채권	5,297	5,156	4,022	4,051	4,361
재고자산	5,980	6,180	5,149	5,183	5,552
<b>비유동자산</b>	18,030	19,333	19,194	19,324	19,502
장기금융자산	389	543	209	209	209
유형자산	13,596	13,798	13,992	14,123	14,300
무형자산	1,501	2,007	2,007	2,007	2,007
<b>자산총계</b>	34,250	36,085	35,174	35,590	36,387
<b>유동부채</b>	9,955	8,941	7,878	7,906	8,196
단기금융부채	1,606	1,431	1,431	1,431	1,431
매입채무 및 기타채무	5,712	5,116	4,053	4,081	4,371
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	4,986	7,817	7,817	7,817	7,817
장기금융부채	4,064	6,649	6,649	6,649	6,649
장기매입채무 및 기타채무	7	13	13	13	13
장기충당부채	114	132	132	132	132
<b>부채총계</b>	14,941	16,757	15,695	15,723	16,013
<b>지배주주지분</b>	18,086	18,124	18,276	18,664	19,170
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	5,766	5,766	5,766
기타자본구성요소	(136)	(1,137)	(1,137)	(1,137)	(1,137)
자기주식	(136)	(1,138)	(1,138)	(1,138)	(1,138)
이익잉여금	12,042	12,930	13,178	13,567	14,073
비지배주주지분	1,224	1,204	1,204	1,204	1,204
<b>자본총계</b>	19,309	19,328	19,479	19,867	20,374
<b>부채외자본총계</b>	34,250	36,085	35,174	35,590	36,387

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,180	1,728	3,068	2,123	1,902
당기순이익(손실)	2,145	1,710	813	953	1,071
비현금성항목등	1,992	2,013	1,205	1,205	1,205
유형자산감가상각비	900	939	995	995	995
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,092)	(1,075)	(211)	(211)	(211)
운전자본감소(증가)	(1,214)	(1,154)	1,050	(35)	(374)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(875)	360	985	(25)	(269)
재고자산감소(증가)	(1,534)	(200)	1,031	(35)	(369)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,058	(615)	(965)	25	264
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	1,076	710	146	146	146
<b>투자활동현금흐름</b>	(1,066)	(2,477)	(1,188)	(1,125)	(1,172)
금융자산감소(증가)	755	(526)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(864)	(1,242)	(1,188)	(1,125)	(1,172)
무형자산감소(증가)	(70)	(209)	0	0	0
기타	(888)	(500)	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	(1,671)	586	(565)	(565)	(565)
단기금융부채증가(감소)	223	(90)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(1,134)	2,499	0	0	0
자본의증가(감소)	75	(965)	0	0	0
배당금의 지급	757	822	565	565	565
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	(640)	(148)	1,542	217	(100)
기초현금	2,644	2,004	1,856	3,398	3,616
기말현금	2,004	1,856	3,398	3,616	3,516
FCF	471	(42)	2,115	1,056	727

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	46,163	54,511	49,171	46,560	48,505
<b>매출원가</b>	40,825	50,529	46,077	43,345	45,085
<b>매출총이익</b>	5,338	3,982	3,094	3,215	3,419
매출총이익률 (%)	11.6	7.3	6.3	6.9	7.0
<b>판매비와관리비</b>	2,116	1,864	1,744	1,651	1,720
영업이익	3,222	2,118	1,350	1,563	1,699
영업이익률 (%)	7.0	3.9	2.7	3.4	3.5
<b>비영업손익</b>	2	285	(315)	(349)	(335)
<b>순금융비용</b>	671	2,239	477	425	429
외환관련손익	102	(101)	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	311	155	188	205	215
세전계속사업이익	3,224	2,402	1,035	1,214	1,364
세전계속사업이익률 (%)	7.0	4.4	2.1	2.6	2.8
계속사업법인세	1,076	705	223	261	293
<b>계속사업이익</b>	2,147	1,697	813	953	1,071
중단사업이익	(2)	13	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,145	1,710	813	953	1,071
<b>순이익률 (%)</b>	4.6	3.1	1.7	2.0	2.2
지배주주	2,104	1,651	788	924	1,039
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	4.6	3.0	1.6	2.0	2.1
<b>비지배주주</b>	41	59	24	29	32
<b>총포괄이익</b>	1,878	1,820	813	953	1,071
<b>지배주주</b>	1,847	1,758	788	924	1,039
<b>비지배주주</b>	31	62	24	29	32
<b>EBITDA</b>	4,122	3,057	2,344	2,558	2,694

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	16.8	18.1	(9.8)	(5.3)	4.2
영업이익	(0.2)	(34.3)	(36.3)	15.8	8.7
세전계속사업이익	33.0	(25.5)	(56.9)	17.2	12.4
EBITDA	(0.5)	(25.8)	(23.3)	9.1	5.3
EPS(계속사업)	25.9	(21.5)	(52.0)	17.2	12.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	12.0	9.1	4.3	5.0	5.5
ROA	6.4	4.9	2.3	2.7	3.0
EBITDA마진	8.9	5.6	4.8	5.5	5.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	162.9	187.4	202.8	205.7	206.0
부채비율	77.4	86.7	80.6	79.1	78.6
순차입금/자기자본	1.0	12.7	4.7	3.5	3.9
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	22,643	17,773	8,525	9,996	11,236
BPS	184,368	181,834	183,446	187,589	192,993
CFPS	32,504	25,980	21,920	23,708	24,845
주당 현금배당금	8,000	6,400	6,400	6,400	6,400
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	9.0	10.1	21.1	18.0	16.0
PER(최저)					
PBR(최고)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
PBR(최저)					
PCR	6.3	6.9	8.2	7.6	7.2
EV/EBITDA(최고)	4.7	5.5	7.1	6.6	6.2
EV/EBITDA(최저)					