

## SK이노베이션

BUY(유지)

096770 기업분석 | 정유

목표주가(유지)	230,000원	현재주가(04/25)	188,500원	Up/Downside	+22.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 04. 26

## 하반기 개선을 기다리자

## News

**1Q19 영업이익 3,311억원, 시장 기대치 부합:** SK이노베이션의 1Q19 영업이익은 3,311억원(QoQ 흑전/YoY-53.5%)으로 DB 추정치 2,979억원을 상회, 시장 컨센서스 3,424억원에 부합했다. 정유는 4Q 유가 급락과정에서 발생한 재고평가손실의 이연으로 인해 1Q 유가 상승에도 불구하고 재고평가손실이 약 200억원 추가 반영됨에 따라(4Q -4,253억원) 적자가 유지되었다.(-63억원) 화학은 spread는 부진했으나 긍정적인 래깅 효과와 물량 증가가 나타나며 큰 폭으로 개선되었다. 윤활기유는 역대 공급 증가에 따른 spread 감소로 부진했다. 분리막은 4Q 일회성 손실이 제거되며 QoQ 증익을 실현했으며, 배터리 역시 운영비 절감 등으로 적자 폭이 축소됨에 따라 기타 손익은 개선되었다.

## Comment

**2Q19 영업이익 5,067억원 예상, 정유 개선:** 2Q 영업이익은 5,067억원(QoQ+53%/YoY-40.5%)으로 개선될 것으로 전망한다. 정유는 유가 상승이 계속됨에 따라 spot 정제마진의 부진에도 재고평가 이익 개선에 따른 실적 개선이 나타날 것으로 예상한다. 다만 화학은 유가 상승에 따라 spread가 더욱 위축되고 있으며, PX의 경우 역대 순증설 부담으로 인해 spread가 추가 하락하고 있기에 QoQ 감익이 불가피해 보인다.

## Action

**단기적으로 부진할 수 밖에 없는 상황, 하반기 개선을 염두:** 실적 추정치의 변경이 크지 않아 SK이노베이션에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 23만원을 유지한다. 2Q 실적은 재고평가이익의 개선에 힘입어 개선되었지만 단기적인 상황은 미국 정제자동차의 반등, 동절기 성수기 종료에 따른 계절성 약화, 유가 급등에 따른 원가 부담으로 부진할 것으로 예상한다. 다만 계절성은 7월 이후 반전되며 아시아 정유사를 짓누르는 WTI-Dubai spread는 하반기 미국 원유 수출이 증가할수록 축소될 것으로 판단한다. 또한 20년 IMO 시행까지 고려할 때 하반기 이후 상황 개선에 주목할 필요가 있다.

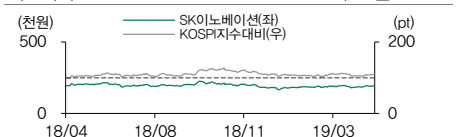
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	46,163	54,511	52,848	54,056	52,606
(증가율)	16.8	18.1	-3.1	2.3	-2.7
영업이익	3,222	2,118	2,018	3,033	2,818
(증가율)	-0.2	-34.3	-4.7	50.3	-7.1
지배주주순이익	2,104	1,651	1,213	1,936	1,795
EPS	22,643	17,752	13,014	20,811	19,290
PER (H/L)	9.6/6.4	12.8/9.7	14.5	9.1	9.8
PBR (H/L)	1.1/0.8	1.2/0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (H/L)	5.5/3.9	8.4/6.9	7.5	5.5	5.6
영업이익률	7.0	3.9	3.8	5.6	5.4
ROE	12.0	9.1	6.6	10.1	8.9

## Stock Data

52주 최저/최고	166,500/225,500원
KOSDAQ /KOSPI	750/2,191pt
시가총액	174,298억원
60일-평균거래량	226,522
외국인지분율	38.4%
60일-외국인지분율변동추이	+0.5%p
주요주주	SK 외 2인 33.4%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-1.3	1.6	-2.6
상대기준	-3.4	1.0	8.9

도표 1. SK이노베이션 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019	2020
연결 매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	12,400	13,923	13,210	13,314	54,511	52,848	54,056
%YoY	6.8	27.2	27.2	6.3	1.9	3.6	-11.7	-4.5	16.4	-3.1	2.3
%QoQ	-7.3	10.5	11.3	-6.8	-11.1	12.3	-5.1	0.8			
석유	8,687	9,773	10,900	9,833	8,760	9,950	9,507	9,718	39,194	37,934	38,320
화학	2,439	2,532	2,886	2,828	2,502	2,599	2,422	2,325	10,684	9,847	9,297
운할유	780	818	823	846	757	929	845	829	3,266	3,360	3,356
E&P/기타	260	316	350	441	383	445	436	443	1,367	1,707	3,083
연결 영업이익	712	852	836	-281	331	507	322	858	2,118	2,018	3,033
%YoY	-29.1	102.2	-13.3	적전	-53.5	-40.5	-61.4	흑전	-34.5	-4.7	50.3
%QoQ	-15.8	19.7	-1.8	적전	흑전	53.0	-36.4	166.1			
석유	325	533	408	-558	-6	219	-8	504	709	708	1,513
화학	285	238	346	250	320	249	266	220	1,118	1,056	975
운할유	129	126	132	74	47	81	103	138	461	369	464
E&P/기타	-27	-46	-50	-47	-30	-42	-39	-4	-170	-114	81
영업이익률	5.8	6.3	5.6	-2.0	2.7	3.6	2.4	6.4	3.9	3.8	5.6
정유	3.7	5.5	3.7	-5.7	-0.1	2.2	-0.1	5.2	1.8	1.9	3.9
화학	11.7	9.4	12.0	8.8	12.8	9.6	11.0	9.5	10.5	10.7	10.5
운할유	16.5	15.4	16.0	8.8	6.2	8.7	12.2	16.6	14.1	11.0	13.8
E&P/기타	-10.5	-14.4	-14.3	-10.7	-7.8	-9.4	-8.8	-0.9	-12.4	-6.7	2.6

자료: SK이노베이션 DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	16,220	16,752	15,582	15,701	15,225
현금및현금성자산	2,004	1,856	1,191	1,467	1,613
매출채권및기타채권	5,467	5,333	5,686	5,842	5,730
재고자산	5,980	6,180	5,872	6,006	5,852
비유동자산	18,030	19,333	21,208	22,225	23,149
유형자산	13,596	13,798	15,950	16,913	17,785
무형자산	1,501	2,007	2,064	2,118	2,169
투자자산	2,820	3,424	3,091	3,091	3,091
자산총계	34,250	36,085	36,790	37,926	38,374
유동부채	9,955	8,941	9,600	9,734	9,626
매입채무및기타채무	7,731	7,115	7,774	7,908	7,800
단기차입금및단기차입금	243	154	154	154	154
유동성장기부채	1,272	1,222	1,222	1,222	1,222
비유동부채	4,986	7,817	7,317	7,117	6,617
사채및장기차입금	4,063	6,648	6,148	5,948	5,448
부채총계	14,941	16,757	16,917	16,851	16,243
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	5,766	5,766	5,766
이익잉여금	12,042	12,930	13,438	14,580	15,581
비지배주주지분	1,224	1,204	1,241	1,301	1,356
자본총계	19,309	19,328	19,873	21,075	22,131

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,180	1,728	3,096	3,118	3,422
당기순이익	2,145	1,710	1,251	1,996	1,850
현금유출이없는비용및수익	1,992	2,013	1,773	2,186	2,208
유형및무형자산상각비	900	939	1,041	1,133	1,226
영업관련자산부채변동	-1,214	-1,154	608	-208	157
매출채권및기타채권의감소	-957	207	-353	-155	111
재고자산의감소	-1,501	-481	308	-134	154
매입채무및기타채무의증가	1,273	-629	659	134	-108
투자활동현금흐름	-1,066	-2,477	-2,281	-1,639	-1,732
CAPEX	-938	-1,279	-3,100	-2,000	-2,000
투자자산의순증	67	-449	433	100	100
재무활동현금흐름	-1,671	586	-1,480	-1,203	-1,544
사채및장기차입금의 증가	-1,010	2,410	-500	-200	-500
자본금및자본잉여금의증가	-118	0	0	0	0
배당금지급	-757	-822	-706	-741	-794
기타현금흐름	-84	15	0	0	0
현금의증가	-640	-148	-665	275	146
기초현금	2,644	2,004	1,856	1,191	1,467
기말현금	2,004	1,856	1,191	1,467	1,613

자료: SK이노베이션 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	46,163	54,511	52,848	54,056	52,606
매출원가	40,825	50,529	49,023	49,174	47,989
매출총이익	5,338	3,982	3,825	4,882	4,617
판매비	2,116	1,864	1,807	1,849	1,799
영업이익	3,222	2,118	2,018	3,033	2,818
EBITDA	4,122	3,057	3,059	4,167	4,044
영업외손익	2	284	-231	-183	-174
금융손익	-168	232	-286	-288	-279
투자손익	311	155	100	100	100
기타영업외손익	-141	-103	-45	5	5
세전이익	3,224	2,402	1,787	2,851	2,644
중단사업이익	-2	13	0	0	0
당기순이익	2,145	1,710	1,251	1,996	1,850
지배주주지분순이익	2,104	1,651	1,213	1,936	1,795
비지배주주지분순이익	41	59	38	60	56
총포괄이익	1,878	1,820	1,251	1,996	1,850
증감률(%YoY)					
매출액	16.8	18.1	-3.1	2.3	-2.7
영업이익	-0.2	-34.3	-4.7	50.3	-7.1
EPS	25.9	-21.6	-26.7	59.9	-7.3

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

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당자료(원)					
EPS	22,643	17,752	13,014	20,811	19,290
BPS	192,989	193,402	198,819	211,001	221,683
DPS	8,000	8,000	8,000	9,000	9,000
Multiple(배)					
P/E	9.0	10.1	14.5	9.1	9.8
P/B	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.2	7.0	7.5	5.5	5.6
수익성(%)					
영업이익률	7.0	3.9	3.8	5.6	5.4
EBITDA마진	8.9	5.6	5.8	7.7	7.7
순이익률	4.6	3.1	2.4	3.7	3.5
ROE	12.0	9.1	6.6	10.1	8.9
ROA	6.4	4.9	3.4	5.3	4.9
ROIC	11.9	7.6	6.6	9.4	8.3
안정성및기타					
부채비율(%)	77.4	86.7	85.1	80.0	73.4
이자보상배율(배)	15.6	8.2	7.4	11.6	11.3
배당성향(배)	34.3	40.8	55.6	39.2	42.3

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 게재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 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 투자이전 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

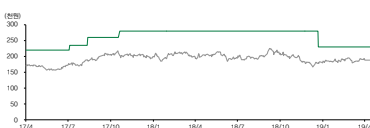
가업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자이전은 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 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
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	-27.8 -19.5				
18/11/13		1년경과	-33.0 -26.6				
19/01/15	Buy	230,000	-				

주: \*표는 담당자 변경