

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	14,702 십억원
주요주주	
SK(주)(외2)	33.40%
국민연금공단	9.66%
외국인지분률	37.20%
배당수익률	4.00%

Stock Data

주가(19/06/28)	159,000 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	0.88
52주 최고가	225,500 원
52주 최저가	157,500 원
60일 평균 거래대금	40 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.2%	-5.0%
6개월	-11.4%	-15.1%
12개월	-21.1%	-14.3%

SK 이노베이션 (096770/KS | 매수(유지) | T.P 190,000 원(하향))

SK 이노베이션에 배터리 프리미엄을?

2Q19 영업이익 추정치는 3,670 억원으로서 컨센서스 대비 -21.6% 하회하는 기대 이하 수준 예상함. 정유는 유가하락/정제마진 약세가 나타났고, 화학에서도 PX의 지속적인 가격하락이 악재로 작용하였음. 한편 일각에서 동사에 전기차배터리 프리미엄을 반영하고자 하지만 대내외적인 여건을 감안할 때 쉽지 않고, 오히려 본업 정유/화학의 공급과잉을 걱정해야 함. 주가급락 불구 화학대비 높은 valuation 여전히 부담

2Q19 영업이익 3,670 억원(QoQ +10.9% / YoY -56.9%) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 4,683 억원을 -21.6% 가량 하회하는, 기대 이하의 실적 이 예상되고 있음. 대다수의 사업부가 부진을 면치 못할 것으로 추정됨. 정유는 유가의 하락(Dubai 기준 4/30 \$71.6/bbl → 6/28 \$64.9/bbl)과 함께 정제마진도 약세가 지속되었음(복합정제마진 1Q \$4.99/bbl → 2Q 4.96/bbl). 화학에서도 PX는 분기 내내 하락세(1Q \$1,068/t → 2Q \$901/t)를 보였을 뿐만 아니라 NCC에서도 PE의 약세 탓에 수익을 기대하기 쉽지 않았음.

SK 이노베이션의 배터리 프리미엄?

지난 해 이후 LG 화학을 필두로 전기차배터리 시장에서 파우치 타입의 강세가 이어지자, 동사에 배터리 프리미엄을 부여하고자 하는 움직임이 있었음. 다만 LG 화학과 격차를 보이는 기술진입시점 및 생산능력, 그리고 최근 도요타와 A123에 의해 발표되는 전고체배터리 상용화를 감안할 때, 뒤늦은 공격적 증설을 단행하고 있는 동사에게 프리미엄을 반영할 수 있는 지는 의문임. 오히려 정유/화학 공히 중국의 공격적 신증설을 목전에 두고 있는 만큼, 본업의 실적 안정성이 저하되고 있다는 부분을 우려해야 할 상황임.

목표주가 220,000 원 → 190,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

정유/화학 실적의 급격한 둔화를 감안하여 이익추정치를 하향하며, 이를 반영해 목표주가 역시 하향 조정함. SK 증권 리서치센터는 올 해 정유에 대해 화학보다 주가매력이 낮다고 지속 제시 중에 있고, 비록 주가 하락폭이 컸지만 여전히 상대적으로 높은 valuation을 감안할 때 그러한 추이는 이어질 개연성이 높은 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	39,520.5	46,162.7	54,510.9	50,065.7	46,821.8	48,719.6
yoy	%	(18.3)	16.8	18.1	(8.2)	(6.5)	4.1
영업이익	십억원	3,228.3	3,221.8	2,117.6	1,061.6	1,704.5	1,831.4
yoy	%	63.1	(0.2)	(34.3)	(49.9)	60.6	7.4
EBITDA	십억원	4,142.7	4,121.8	3,056.5	2,176.9	2,819.8	2,946.6
세전이익	십억원	2,423.4	3,223.7	2,402.4	989.4	1,423.7	1,501.4
순이익(지배주주)	십억원	1,671.3	2,103.8	1,651.5	699.8	1,048.2	1,105.4
영업이익률%	%	8.2	7.0	3.9	2.1	3.6	3.8
EBITDA%	%	10.5	8.9	5.6	4.3	6.0	6.0
순이익률	%	6.1	7.0	4.4	2.0	3.0	3.1
EPS	원	17,988	22,643	17,752	7,568	11,336	11,955
PER	배	8.1	9.0	10.1	21.0	14.0	13.3
PBR	배	0.8	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	3.1	4.7	5.5	6.8	5.3	5.0
ROE	%	10.1	12.0	9.1	3.9	5.9	6.1
순차입금	십억원	(625)	193	2,464	2,419	2,672	3,290
부채비율	%	78.0	77.4	86.7	99.6	97.7	97.5

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	13,438.0	14,958.7	13,948.1	12,848.6	13,288.2	(1.1)	3.4	13,210.7	0.6
영업이익	851.6	835.8	(281.5)	331.1	367.0	(56.9)	10.9	468.3	(21.6)
세전이익	738.6	684.2	300.7	304.8	346.1	(53.1)	13.6	450.0	(23.1)
지배순이익	499.2	444.3	249.7	195.8	254.8	(49.0)	30.2	302.8	(15.8)
영업이익률	6.3	5.6	(2.0)	2.6	2.8	(3.6)	0.2	3.5	(0.8)
세전이익률	5.5	4.6	2.2	2.4	2.6	(2.9)	0.2	3.4	(0.8)
지배주주순이익률	3.7	3.0	1.8	1.5	1.9	(1.8)	0.4	2.3	(0.4)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
ROE(지배주주지분)	7.2%	9.1%	9.2%	3.9%	5.8%	5.9%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	7.2%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.04					
2Q20E BPS(지배주주지분)	181,834					
Target Price	189,845					

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	8,748	17,752	7,460	11,227	11,846
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	13,798				
2Q20E EPS	17,752				
2Q21E EPS	7,460				

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	137,979	144,878	151,777	158,676	165,575	172,474	179,373	186,272	193,171	200,070
TP by 2Q20E EPS	177,517	186,393	195,269	204,145	213,021	221,897	230,773	239,649	248,524	257,400
TP by 2Q21E EPS	74,598	78,328	82,058	85,788	89,518	93,248	96,978	100,708	104,438	108,168

자료: SK 이노베이션, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	54,510.9	49,170.6	46,559.8	54,510.9	50,065.7	46,821.8	0.0%	1.8%	0.6%
YoY %	18.1%	-9.8%	-5.3%	18.1%	-8.2%	-6.5%			
영업이익	2,117.6	1,349.9	1,563.3	2,117.6	1,061.6	1,704.5	0.0%	-21.4%	9.0%
YoY %	-34.3%	-36.3%	15.8%	-34.3%	-49.9%	60.6%			
EBITDA	3,056.5	2,344.5	2,557.9	3,056.5	2,176.9	2,819.8	0.0%	-7.1%	10.2%
YoY %	-25.8%	-23.3%	9.1%	-25.8%	-28.8%	29.5%			
순이익	1,651.5	788.3	924.3	1,651.5	699.8	1,048.2	0.0%	-11.2%	13.4%
YoY %	-21.5%	-52.3%	17.2%	-21.5%	-57.6%	49.8%			

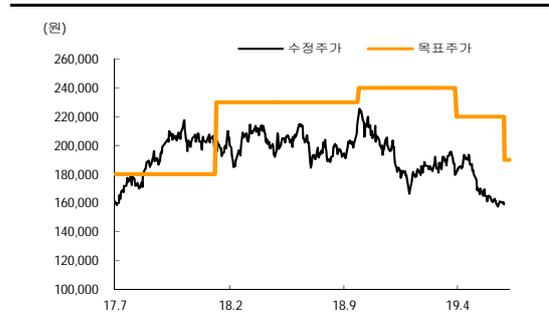
자료: SK 이노베이션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	12,751.7	12,779.7	11,052.1	11,894.0	13,288.2	12,817.3	11,111.6	11,971.1	4.2%	0.3%	0.5%	0.6%
YoY %	-5.1%	-14.6%	-20.8%	-5.5%	-1.1%	-14.3%	-20.3%	-6.8%				
QoQ %	1.3%	0.2%	-13.5%	7.6%	3.4%	-3.5%	-13.3%	7.7%				
영업이익	425.0	500.8	66.2	527.2	367.0	316.8	46.8	592.7	-13.7%	-36.7%	-29.3%	12.4%
YoY %	-50.1%	-40.1%	흑전	47.3%	-56.9%	-62.1%	흑전	79.0%				
QoQ %	18.8%	17.8%	-86.8%	696.5%	10.9%	-13.7%	-85.2%	1167.0%				
EBITDA	673.7	749.5	314.8	775.9	645.8	595.6	325.6	871.6	-4.1%	-20.5%	3.4%	12.3%
YoY %	-37.8%	-30.1%	흑전	27.9%	-40.4%	-44.4%	흑전	42.9%				
QoQ %	11.1%	11.2%	-58.0%	146.4%	5.9%	-7.8%	-45.3%	167.7%				
순이익	263.4	333.9	(13.3)	336.6	254.8	228.4	20.9	388.3	-3.2%	-31.6%	-257.3%	15.3%
YoY %	-47.2%	-24.9%	적전	64.7%	-49.0%	-48.6%	-91.6%	98.3%				
QoQ %	28.9%	26.8%	적전	흑전	30.2%	-10.4%	-90.9%	1760.7%				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	190,000원	6개월		
2019.04.01	매수	220,000원	6개월	-21.36%	-12.05%
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 정확하게 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 7월 2일 현재 SK 이노베이션(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	16,220	16,752	17,167	16,987	17,160
현금및현금성자산	2,004	1,856	2,295	2,043	1,425
매출채권및기타채권	5,297	5,156	4,883	4,916	5,285
재고자산	5,980	6,180	5,386	5,421	5,804
비유동자산	18,030	19,333	20,941	21,553	22,234
장기금융자산	389	543	544	544	544
유형자산	13,596	13,798	14,553	15,165	15,847
무형자산	1,501	2,007	2,057	2,057	2,057
자산총계	34,250	36,085	38,108	38,539	39,394
유동부채	9,955	8,941	9,601	9,638	10,037
단기금융부채	1,606	1,431	1,935	1,935	1,935
매입채무 및 기타채무	5,712	5,116	5,625	5,661	6,061
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4,986	7,817	9,411	9,411	9,411
장기금융부채	4,064	6,649	8,214	8,214	8,214
장기매입채무 및 기타채무	7	13	11	11	11
장기충당부채	114	132	139	139	139
부채총계	14,941	16,757	19,012	19,049	19,448
지배주주지분	18,086	18,124	17,473	17,868	18,323
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	12,375	12,770	13,226
비지배주주지분	1,224	1,204	1,623	1,623	1,623
자본총계	19,309	19,328	19,095	19,490	19,946
부채외자본총계	34,250	36,085	38,108	38,539	39,394

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,180	1,728	2,875	2,622	2,329
당기순이익(손실)	2,145	1,710	742	1,103	1,164
비현금성항목등	1,992	2,013	1,283	1,554	1,554
유형자산감가상각비	900	939	1,115	1,115	1,115
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,092)	(1,075)	(168)	(439)	(439)
운전자본감소(증가)	(1,214)	(1,154)	934	(35)	(388)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(875)	360	323	(29)	(314)
재고자산감소(증가)	(1,534)	(200)	794	(35)	(383)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,058	(615)	(311)	28	308
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	1,076	710	373	373	373
투자활동현금흐름	(1,066)	(2,477)	(3,291)	(1,727)	(1,797)
금융자산감소(증가)	755	(526)	(1,220)	0	0
유형자산감소(증가)	(864)	(1,242)	(1,847)	(1,727)	(1,797)
무형자산감소(증가)	(70)	(209)	(56)	0	0
기타	(888)	(500)	(168)	0	0
재무활동현금흐름	(1,671)	586	1,373	(708)	(708)
단기금융부채증가(감소)	223	(90)	110	0	0
장기금융부채증가(감소)	(1,134)	2,499	1,374	0	0
자본의증가(감소)	75	(965)	0	0	0
배당금의 지급	757	822	708	708	708
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(640)	(148)	439	(253)	(618)
기초현금	2,644	2,004	1,856	2,295	2,043
기말현금	2,004	1,856	2,295	2,043	1,425
FCF	471	(42)	1,852	673	346

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	46,163	54,511	50,066	46,822	48,720
매출원가	40,825	50,529	47,338	43,560	45,267
매출총이익	5,338	3,982	2,727	3,262	3,452
매출총이익률 (%)	11.6	7.3	5.4	7.0	7.1
판매비와관리비	2,116	1,864	1,666	1,558	1,621
영업이익	3,222	2,118	1,062	1,704	1,831
영업이익률 (%)	7.0	3.9	2.1	3.6	3.8
비영업손익	2	285	(72)	(281)	(330)
순금융비용	671	2,239	1,214	268	212
외환관련손익	102	(101)	(28)	0	0
관계기업투자등 관련손익	311	155	118	141	147
세전계속사업이익	3,224	2,402	989	1,424	1,501
세전계속사업이익률 (%)	7.0	4.4	2.0	3.0	3.1
계속사업법인세	1,076	705	247	320	338
계속사업이익	2,147	1,697	742	1,103	1,164
중단사업이익	(2)	13	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,145	1,710	742	1,103	1,164
순이익률 (%)	4.6	3.1	1.5	2.4	2.4
지배주주	2,104	1,651	700	1,048	1,105
지배주주귀속 순이익률(%)	4.6	3.0	1.4	2.2	2.3
비지배주주	41	59	42	55	58
총포괄이익	1,878	1,820	848	1,103	1,164
지배주주	1,847	1,758	805	1,048	1,105
비지배주주	31	62	44	55	58
EBITDA	4,122	3,057	2,177	2,820	2,947

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	16.8	18.1	(8.2)	(6.5)	4.1
영업이익	(0.2)	(34.3)	(49.9)	60.6	7.4
세전계속사업이익	33.0	(25.5)	(58.8)	43.9	5.5
EBITDA	(0.5)	(25.8)	(28.8)	29.5	4.5
EPS(계속사업)	25.9	(21.6)	(57.4)	49.8	5.5
수익성 (%)					
ROE	12.0	9.1	3.9	5.9	6.1
ROA	6.4	4.9	2.0	2.9	3.0
EBITDA마진	8.9	5.6	4.3	6.0	6.0
안정성 (%)					
유동비율	162.9	187.4	178.8	176.2	171.0
부채비율	77.4	86.7	99.6	97.7	97.5
순차입금/자기자본	1.0	12.7	12.7	13.7	16.5
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	22,643	17,752	7,568	11,336	11,955
BPS	184,368	181,834	174,431	178,646	183,504
CFPS	32,504	25,980	20,394	25,997	27,046
주당 현금배당금	8,000	8,030	8,030	8,030	8,030
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.0	10.1	21.0	14.0	13.3
PER(최저)					
PBR(최고)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
PBR(최저)					
PCR	6.3	6.9	7.8	6.1	5.9
EV/EBITDA(최고)	4.7	5.5	6.8	5.3	5.0
EV/EBITDA(최저)					