

SK이노베이션 (096770)

연말 배당, 예상치에 부합할 수 있을까

2Q19 영업이익 컨센 55% 상회. 환효과와 일회성이익 영향

2Q19 영업이익은 4,975억원(QoQ +50%, YoY -42%)으로 컨센(3,218억원)을 55% 상회했다. 석유 영업이익이 2,793억원(QoQ +2,856억원)으로 호조였기 때문이다. 이는 환효과 +700억원과 Fuel Oil 등 트레이딩 관련 약 +1,000억원, 기타 고정비 감소효과 +400~500억원 등 일회성이익이 반영된 영향이다. 이연된 재고관련이익 1,500억원도 반영된 점을 감안하면 석유에서 마진으로 벌어들인 이익은 BEP 수준이다. 화학 영업이익은 1,845억원(QoQ -42%)로 예상보다 부진했다. PX/BTX 및 올레핀 제품 마진 축소 영향이다. 윤활유 영업이익은 마진 축소에도 불구하고 물량증가 및 재고손실 감소로 증익(782억원, QoQ +66%)되었다.

3Q19 영업이익 QoQ -35% 감익 예상

3Q19 영업이익은 3,220억원(QoQ -35%, YoY -62%)으로 감익을 전망한다. 전분기에 반영된 일회성이익 약 3,000억원(트레이딩+고정비 감소+재고관련이익)이 제거되고, PX 약세 지속으로 화학부문의 추가 감익을 가정하였기 때문이다. 석유부문 영업이익은 QoQ 개선된 정제마진 8~9\$/bbl을 가정하여 영업이익 1,680억원(QoQ-40%)을 추정한다. 화학/윤활유 영업이익은 주요 제품 마진 약세를 근거로 각각 QoQ -24%/-12% 감익을 전망한다.

2019~20년 Capex를 감안하면 배당에 대한 고민은 필요

Neutral, TP 18만원을 유지한다. 중국 중심의 CDU, PX, 윤활기유 대규모 증설로 IMO2020에도 불구하고 2019~20년 전사 대폭적인 실적 개선은 쉽지 않을 것으로 전망한다. 하지만, 2019~20년 Capex는 배터리 투자 등 영향으로 이전 대비 큰 폭으로 늘어난다. 참고로, 최근 4년 평균 Capex는 8천억원이며, 2019년은 3.5조원(전지 1조원), 2020년은 전지 1조원 이상을 감안 시 2조원에 육박할 전망이다. 2019~20년 EBITDA 2.5~3.0조원 수준을 감안하면 차입금 증가 가능성 및 연간 7천억원 이상의 배당금 유지에 대한 고민은 필요해 보인다. 1H19 지배순이익은 0.34조원으로 1H18 0.98조원 대비 현저히 낮아졌다. 전년과 동일한 배당을 위해서는 하반기 모든 사업부의 드라마틱한 반전이 필요하나 등/경유를 제외하면 그 가능성은 낮아 보인다.

Earnings Review

Neutral

| TP(12M): 180,000원 | CP(7월 26일): 173,000원

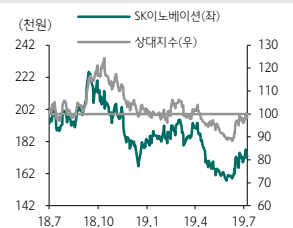
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,066.26
52주 최고/최저(원)	225,500/157,500
시가총액(십억원)	15,996.5
시가총액비중(%)	1.33
발행주식수(천주)	92,465.6
60일 평균 거래량(천주)	234.9
60일 평균 거래대금(십억원)	39.2
19년 배당금(예상, 원)	8,000
19년 배당수익률(예상, %)	4.62
외국인지분율(%)	36.73
주요주주 지분율(%)	
SK 외 1인	33.41
국민연금공단	10.04
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.8 (6.7) (14.4)
상대	10.7 (1.7) (5.1)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	52,913.4	53,697.5
영업이익(십억원)	1,542.9	2,298.0
순이익(십억원)	1,047.5	1,580.5
EPS(원)	10,653	16,651
BPS(원)	208,761	218,534

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	46,162.7	54,510.9	50,428.0	50,310.9	51,140.7
영업이익	십억원	3,221.8	2,117.6	1,493.8	1,691.6	1,723.5
세전이익	십억원	3,223.7	2,402.4	1,134.5	1,406.4	1,408.2
순이익	십억원	2,103.8	1,651.5	691.0	1,036.8	1,038.1
EPS	원	22,449	17,622	7,373	11,064	11,077
증감률	%	25.9	(21.5)	(58.2)	50.1	0.1
PER	배	9.11	10.19	23.46	15.64	15.62
PBR	배	1.05	0.87	0.84	0.83	0.81
EV/EBITDA	배	5.25	7.00	8.58	7.91	7.82
ROE	%	11.96	9.12	3.81	5.67	5.58
BPS	원	194,441	205,544	205,386	208,919	212,465
DPS	원	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafin.com

RA 김정현
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafin.com

표 1. SK이노베이션 2Q19 실적 Review

	2Q19	1Q19	2Q18	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	13,103.6	12,848.6	13,438.0	-2.5	2.0	13,378.7	-2.1	13,290.1	-1.4
영업이익	497.5	331.1	851.6	-41.6	50.3	359.2	38.5	321.8	54.6
세전이익	258.0	304.8	738.6	-65.1	-15.4	234.6	10.0	297.0	-13.1
순이익	147.0	195.8	499.2	-70.6	-24.9	167.3	-12.1	173.3	-15.2
영업이익률	3.8	2.6	6.3	-2.5	1.2	2.7	1.1	2.4	1.4
세전이익률	2.0	2.4	5.5	-3.5	-0.4	1.8	0.2	2.2	-0.3
순이익률	1.1	1.5	3.7	-2.6	-0.4	1.3	-0.1	1.3	-0.2

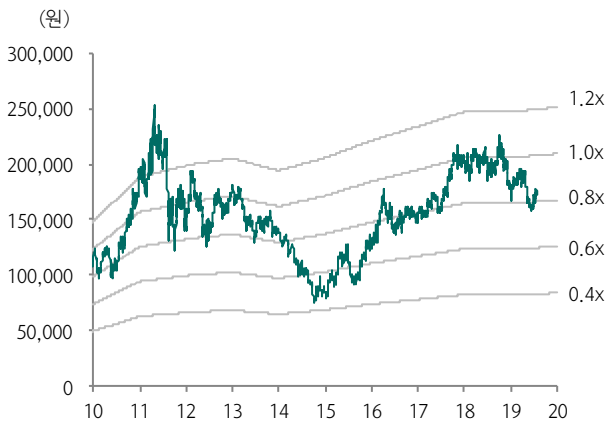
자료: 하나금융투자

표 2. SK이노베이션 연간 실적 추정치 변경 내역

	2019F			2020F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	50,428.0	50,629.4	-0.4	50,310.9	50,159.2	0.3
영업이익	1,493.8	1,371.9	8.9	1,691.6	1,726.2	-2.0
세전이익	1,134.5	1,057.2	7.3	1,406.4	1,451.9	-3.1
순이익	691.0	691.5	-0.1	1,036.8	1,070.3	-3.1
영업이익률	3.0	2.7	0.3	3.4	3.4	-0.1
세전이익률	2.2	2.1	0.2	2.8	2.9	-0.1
순이익률	1.4	1.4	0.0	2.1	2.1	-0.1

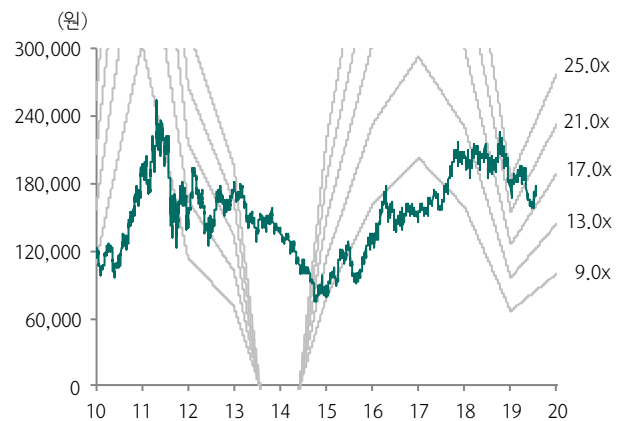
자료: 하나금융투자

그림 1. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 3. SK이노베이션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2018				FY2018				FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F				
매출액	12,166.1	13,438.0	14,958.7	13,948.1	12,400.2	13,103.6	12,473.8	12,450.4	46,826.5	54,510.9	50,428.0	50,310.9
QoQ(%)	-7.3%	10.5%	11.3%	-6.8%	-11.1%	5.7%	-4.8%	-0.2%				
YoY(%)	6.8%	27.2%	27.2%	6.3%	1.9%	-2.5%	-16.6%	-10.7%	18.5%	16.4%	-7.5%	-0.2%
SK이노베이션	260.0	315.8	349.8	441.3	382.5	373.4	386.8	386.5	1,103.1	1,366.9	1,529.3	1,564.8
E&P	157.2	184.9	193.2	219.7	175.6	163.9	174.2	176.8	635.8	755.0	690.5	722.1
기타	102.8	130.9	156.6	221.6	206.9	209.5	212.7	209.7	467.3	611.9	838.8	842.7
석유	8,687.3	9,772.7	10,900.1	9,833.4	8,759.6	9,463.6	9,035.6	9,219.3	33,336.8	39,193.5	36,478.1	37,721.6
화학	2,439.0	2,531.6	2,886.1	2,827.7	2,501.6	2,419.8	2,279.1	2,141.4	9,339.2	10,684.4	9,342.0	8,813.2
윤활유	779.8	817.9	822.7	845.7	756.5	846.8	772.3	703.2	3,047.4	3,266.1	3,078.8	2,211.3
영업이익	711.6	851.6	835.8	-278.9	331.1	497.5	322.0	343.2	3,234.3	2,120.1	1,493.8	1,691.6
영업이익률(%)	5.8%	6.3%	5.6%	-2.0%	2.7%	3.8%	2.6%	2.8%	6.9%	3.9%	3.0%	3.4%
QoQ(%)	-15.8%	19.7%	-1.8%	적전	흑전	50.3%	-35.3%	6.6%				
YoY(%)	-29.1%	102.2%	-13.3%	적전	-53.5%	-41.6%	-61.5%	흑전	0.2%	-34.4%	-29.5%	13.2%
SK이노베이션	-27.2	-45.6	-50.0	-48.4	-30.0	-44.5	-54.8	-53.5	-149.9	-171.2	-182.9	-207.0
영업이익률(%)	-10.5%	-14.4%	-14.3%	-11.0%	-7.8%	-11.9%	-14.2%	-13.8%	-13.6%	-12.5%	-12.0%	-13.2%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
E&P	44.8	59.3	71.8	79.9	55.4	51.0	40.7	42.0	188.4	255.8	189.0	175.0
기타	-72.0	-104.9	-121.8	-128.3	-85.4	-95.5	-95.5	-95.5	-338.3	-427.0	-371.9	-382.0
석유	325.4	533.4	408.4	-554.0	-6.3	279.3	168.0	200.3	1,502.1	713.2	641.3	1,134.4
영업이익률(%)	3.7%	5.5%	3.7%	-5.6%	-0.1%	3.0%	1.9%	2.2%	4.5%	1.8%	1.8%	3.0%
QoQ(%)	-36.1%	63.9%	-23.4%	적전	적지	흑전	-39.8%	19.2%				
YoY(%)	-28.3%	4167.2%	-22.4%	적전	적전	-47.6%	-58.9%	흑전	-22.5%	-52.5%	-10.1%	76.9%
화학	284.8	237.7	345.5	249.5	320.3	184.5	139.9	126.7	1,377.2	1,117.5	771.3	452.8
영업이익률(%)	11.7%	9.4%	12.0%	8.8%	12.8%	7.6%	6.1%	5.9%	14.7%	10.5%	8.3%	5.1%
QoQ(%)	8.4%	-16.5%	45.4%	-27.8%	28.4%	-42.4%	-24.2%	-9.4%				
YoY(%)	-37.4%	-28.8%	6.0%	-5.1%	12.5%	-22.4%	-59.5%	-49.2%	49.9%	-18.9%	-31.0%	-41.3%
윤활유	128.6	126.1	132.0	74.0	47.1	78.2	68.9	69.7	504.9	460.7	264.0	311.4
영업이익률(%)	16.5%	15.4%	16.0%	8.8%	6.2%	9.2%	8.9%	9.9%	16.6%	14.1%	8.6%	14.1%
QoQ(%)	-11.7%	-1.9%	4.7%	-43.9%	-36.4%	66.0%	-11.8%	1.2%				
YoY(%)	35.5%	4.9%	-8.4%	-49.2%	-63.4%	-38.0%	-47.8%	-5.7%	7.8%	-8.8%	-42.7%	18.0%
당기순이익	472.7	512.6	459.4	265.2	221.5	169.0	199.0	214.7	2,145.1	1,710.0	794.1	1,068.9
당기순이익률(%)	3.9%	3.8%	3.1%	1.9%	1.8%	1.3%	1.6%	1.7%	4.6%	3.1%	1.6%	2.1%
QoQ(%)	59.3%	8.4%	-10.4%	-42.3%	-16.5%	-20.1%	17.8%	7.9%				
YoY(%)	-45.0%	75.5%	-34.0%	-10.6%	-53.1%	-67.0%	-56.7%	-19.0%	24.6%	-20.3%	-53.6%	34.6%
지배순이익	458.3	499.2	444.3	249.7	195.8	147.0	173.1	175.1	2,103.8	1,651.5	691.0	1,036.8

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

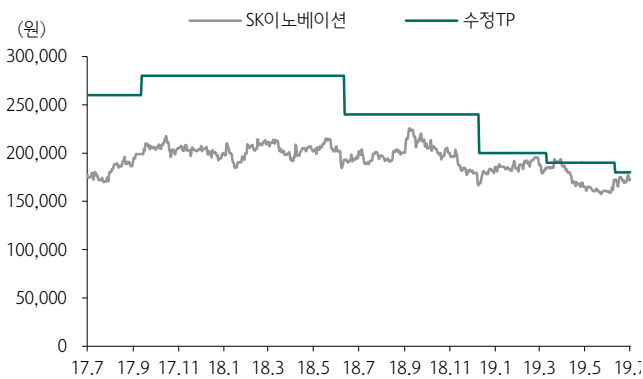
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	46,162.7	54,510.9	50,428.0	50,310.9	51,140.7
매출원가	40,824.8	50,529.2	47,082.0	46,674.2	47,437.8
매출총이익	5,337.9	3,981.7	3,346.0	3,636.7	3,702.9
판매비	2,116.0	1,864.1	1,852.3	1,945.1	1,979.4
영업이익	3,221.8	2,117.6	1,493.8	1,691.6	1,723.5
금융손익	(168.3)	232.2	(416.7)	(342.6)	(372.8)
중속/관계기업손익	311.3	155.2	144.9	144.9	144.9
기타영업외손익	(141.1)	(102.6)	(87.5)	(87.5)	(87.5)
세전이익	3,223.7	2,402.4	1,134.5	1,406.4	1,408.2
법인세	1,076.4	705.4	340.3	337.5	338.0
계속사업이익	2,147.3	1,696.9	794.1	1,068.9	1,070.2
중단사업이익	(2.2)	13.1	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2,145.1	1,710.0	794.1	1,068.9	1,070.2
비지배주주지분순이익	41.3	58.5	103.2	32.1	32.1
지배주주순이익	2,103.8	1,651.5	691.0	1,036.8	1,038.1
지배주주지분포괄이익	1,846.7	1,758.1	767.1	1,032.5	1,033.8
NOPAT	2,146.0	1,495.8	1,045.7	1,285.6	1,309.9
EBITDA	4,121.8	3,056.5	2,537.0	2,876.8	3,039.4
성장성(%)					
매출액증가율	16.8	18.1	(7.5)	(0.2)	1.6
NOPAT증가율	(6.4)	(30.3)	(30.1)	22.9	1.9
EBITDA증가율	(0.5)	(25.8)	(17.0)	13.4	5.7
영업이익증가율	(0.2)	(34.3)	(29.5)	13.2	1.9
(지배주주)순이익증가율	25.9	(21.5)	(58.2)	50.0	0.1
EPS증가율	25.9	(21.5)	(58.2)	50.1	0.1
수익성(%)					
매출총이익률	11.6	7.3	6.6	7.2	7.2
EBITDA이익률	8.9	5.6	5.0	5.7	5.9
영업이익률	7.0	3.9	3.0	3.4	3.4
계속사업이익률	4.7	3.1	1.6	2.1	2.1
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	22,449	17,622	7,373	11,064	11,077
BPS	194,441	205,544	205,386	208,919	212,465
CFPS	44,148	39,732	26,936	30,561	32,297
EBITDAPS	43,983	32,615	27,072	30,697	32,432
SPS	492,591	581,673	538,106	536,856	545,710
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주기지표(배)					
PER	9.1	10.2	23.5	15.6	15.6
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
PCFR	4.6	4.5	6.4	5.7	5.4
EV/EBITDA	5.2	7.0	8.6	7.9	7.8
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	12.0	9.1	3.8	5.7	5.6
ROA	6.3	4.7	1.9	2.9	2.8
ROIC	11.7	7.5	4.9	5.7	5.5
부채비율	77.4	86.7	84.4	85.6	87.9
순부채비율	6.9	17.8	22.8	27.7	32.7
이자보상배율(배)	15.6	8.2	4.8	5.3	5.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	16,220.2	16,752.4	15,074.6	14,493.7	14,197.5
금융자산	4,343.1	4,646.2	3,869.6	3,314.6	2,835.2
현금성자산	2,003.7	1,855.9	1,288.1	739.0	217.3
매출채권 등	5,467.3	5,332.8	4,933.3	4,921.9	5,003.1
재고자산	5,979.6	6,179.8	5,716.9	5,703.7	5,797.7
기타유동자산	430.2	593.6	554.8	553.5	561.5
비유동자산	18,029.9	19,333.0	20,579.6	21,903.4	23,191.6
투자자산	2,820.3	3,424.5	3,192.9	3,186.3	3,233.3
금융자산	389.1	209.5	193.8	193.3	196.5
유형자산	13,596.2	13,798.2	15,365.1	16,780.1	18,101.9
무형자산	1,501.4	2,007.0	1,918.2	1,833.6	1,753.0
기타비유동자산	112.0	103.3	103.4	103.4	103.4
자산총계	34,250.1	36,085.4	35,654.3	36,397.1	37,389.1
유동부채	9,954.8	8,940.6	8,590.6	9,054.8	9,746.6
금융부채	1,606.1	1,431.1	1,626.9	2,106.8	2,687.7
매입채무 등	7,730.6	7,114.8	6,581.9	6,566.6	6,674.9
기타유동부채	618.1	394.7	381.8	381.4	384.0
비유동부채	4,986.0	7,816.8	7,729.3	7,726.8	7,744.6
금융부채	4,063.8	6,648.8	6,648.8	6,648.8	6,648.8
기타비유동부채	922.2	1,168.0	1,080.5	1,078.0	1,095.8
부채총계	14,940.8	16,757.4	16,319.9	16,781.6	17,491.2
지배주주지분	18,085.7	18,124.5	18,109.7	18,440.7	18,773.1
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,765.8	5,765.8	5,765.8	5,765.8	5,765.8
자본조정	(136.1)	(1,137.2)	(1,137.2)	(1,137.2)	(1,137.2)
기타포괄이익누계액	(54.2)	97.0	97.0	97.0	97.0
이익잉여금	12,041.7	12,930.3	12,915.6	13,246.6	13,578.9
비지배주주지분	1,223.6	1,203.5	1,224.7	1,174.8	1,124.9
자본총계	19,309.3	19,328.0	19,334.4	19,615.5	19,898.0
금융부채	1,326.7	3,433.7	4,406.1	5,441.0	6,501.2
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2,180.2	1,728.1	2,274.8	2,331.4	2,401.3
당기순이익	2,145.1	1,710.0	794.1	1,068.9	1,070.2
조정	1,249.3	1,172.3	1,212.9	1,254.8	1,385.5
감가상각비	900.1	938.9	1,043.2	1,185.2	1,315.9
외환거래손익	(75.5)	(26.3)	300.9	200.9	200.9
지분법손익	(311.3)	(155.2)	(144.9)	(144.9)	(144.9)
기타	736.0	414.9	13.7	13.6	13.6
영업활동자산부채변동	(1,214.2)	(1,154.2)	267.8	7.7	(54.4)
투자활동 현금흐름	(1,066.1)	(2,476.8)	(2,319.0)	(2,640.9)	(2,784.5)
투자자산감소(증가)	163.6	(359.2)	294.4	69.6	15.9
유형자산감소(증가)	(863.9)	(1,241.8)	(2,521.4)	(2,515.5)	(2,557.0)
기타	(365.8)	(875.8)	(92.0)	(195.0)	(243.4)
재무활동 현금흐름	(1,670.7)	586.1	(509.9)	(225.9)	(124.9)
금융부채증가(감소)	(1,010.0)	2,410.1	195.8	479.9	580.9
자본증가(감소)	(118.4)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	214.3	(1,001.8)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(756.6)	(822.2)	(705.8)	(705.8)	(705.8)
현금의 증감	(640.5)	(147.8)	(567.8)	(549.0)	(521.8)
Unlevered CFO	4,137.3	3,723.4	2,524.3	2,864.0	3,026.6
Free Cash Flow	1,241.8	449.1	(246.6)	(184.2)	(155.7)

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK이노베이션



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.7.9	Neutral	180,000		
19.4.8	Neutral	190,000	-9.66%	1.84%
19.1.7	Neutral	200,000	-7.28%	-2.25%
18.10.10	Neutral	240,000	-17.51%	-6.04%
18.7.10	BUY	240,000	-17.44%	-6.04%
17.10.10	BUY	280,000	-27.33%	-22.32%
17.7.27	BUY	260,000	-29.74%	-23.46%
17.7.20	BUY	240,000	-29.22%	-28.33%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 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	89.7%	9.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 7월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 07월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 07월 29일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.