

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우
jwshon@skse.co.kr
02-3773-8827

Company Data

자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	15,164 십억원
주요주주	
SK(주)(외2)	33.40%
국민연금공단	10.04%
외국인지분율	36.40%
배당수익률	3.90%

Stock Data

주가(19/10/04)	164,000 원
KOSPI	2020.69 pt
52주 Beta	0.97
52주 최고가	224,000 원
52주 최저가	152,000 원
60일 평균 거래대금	33 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.6%	-0.1%
6개월	-10.6%	-2.4%
12개월	-26.5%	-17.2%

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

IMO2020 주가프리미엄은 오히려 부담요인

3Q19 영업이익은 3,219 억원으로서 컨센서스에 부합하는 실적 예상됨. 정유와 화학 공히 약세가 지속되고 있음. 그러나 사우디 아람코 파폭사태 이후 9월 유가+경제마진 반등이 호재로 작용했지만, 단기적인 요인에 그쳤기 때문에 방향성을 바꿀 만큼은 아니었던 것으로 판단함. 동시에 IMO2020은 경유 수요 상승을 견인하기에는 무리가 있고, 현재 정유 주가 프리미엄은 그만큼 부담이 되기에 주가의 추가상승 모멘텀 제한적으로 판단함

3Q19 영업이익 3,219 억원(QoQ -35.3% / YoY -61.5%) 추정

10/4 기준 컨센서스 3,490 억원 대비 -7.8% 하회하는 기대만큼의 실적 예상됨. 정유와 화학 공히 약세가 지속되고 있음. PX 가격은 7/1 \$825/t에서 9/30 \$795/t까지 추가하락하였음. 정유는 8월까지 최악의 국면이 나타나고 있었지만, 9월 사우디 아람코 파폭사태 이후 유가와 경제마진이 급반등하면서 회복기조를 보였을 것으로 기대됨. 다만 일시적인 수준으로 마무리 되었기 때문에 방향성을 바꿀 만한 것은 아니었던 것으로 판단함.

IMO2020에 거는 기대는 무리

SK 증권 리서치센터 스마트시티 TFT / 소재산업팀은 [10/7 Cyclical Bulletin Release 25. 애널리스트 셋이 진단한 IMO2020 이라는 하상] 보고서를 통해서 IMO2020이 경유수요 상승을 견인하기에는 무리가 있으며, 동시에 정유업종의 주가 프리미엄도 반대급부의 부담요인이 될 수 있다는 것을 지적했음. 그리고 무엇보다 본격적으로 연간 4% 가량의 정유공급과잉이 2023년까지 지속된다는 것을 감안해야 함. 화학과 정유의 valuation이 늘 동일했다는 것을 감안할 때 단기 정유주가에 부담이 될 수 있음

목표주가 190,000 원 유지

아직까지 IMO2020의 모멘텀이 유지되고 있고 사우디의 정정불안까지 감안할 때 여전히 시장은 정유에 긍정적인 관점을 보유할 것으로 판단됨. 다만 펀더멘탈 대비 고평가된 주가 상황에서 큰 폭의 추가 상승을 기대하기는 어려움

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	39,520.5	46,162.7	54,510.9	50,501.1	48,358.5	50,177.2
yoY	%	(18.3)	16.8	18.1	(7.4)	(4.2)	3.8
영업이익	십억원	3,228.3	3,221.8	2,117.6	1,399.1	1,791.5	2,019.3
yoY	%	63.1	(0.2)	(34.3)	(33.9)	28.0	12.7
EBITDA	십억원	4,142.7	4,121.8	3,056.5	2,539.2	2,939.8	3,167.6
세전이익	십억원	2,423.4	3,223.7	2,402.4	1,395.1	1,713.8	2,020.1
순이익(지배주주)	십억원	1,671.3	2,103.8	1,651.5	963.5	1,278.1	1,506.5
영업이익률%	%	8.2	7.0	3.9	2.8	3.7	4.0
EBITDA%	%	10.5	8.9	5.6	5.0	6.1	6.3
순이익률%	%	6.1	7.0	4.4	2.8	3.5	4.0
EPS(계속사업)	원	17,988	22,643	17,752	10,420	13,822	16,292
PER	배	8.1	9.0	10.1	15.6	11.8	10.0
PBR	배	0.8	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	3.1	4.7	5.5	6.0	5.2	4.8
ROE	%	10.1	12.0	9.1	5.4	7.1	8.0
순차입금	십억원	(625)	193	2,464	3,639	3,411	3,656
부채비율	%	78.0	77.4	86.7	96.7	92.6	90.4

3Q19 preview

(단위 %, 십억원)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	14,958.7	13,948.1	12,848.6	13,103.6	12,548.1	(16.1)	(4.2)	13,079.2	(4.1)
영업이익	835.8	(281.5)	331.1	497.6	321.9	(61.5)	(35.3)	349.0	(7.8)
세전이익	684.2	300.7	304.8	258.0	481.9	(29.6)	86.8	336.4	43.3
지배순이익	444.3	249.7	195.8	147.0	359.4	(19.1)	144.5	223.7	60.7
영업이익률	5.6	(2.0)	2.6	3.8	2.6	(3.0)	(1.2)	2.7	(0.1)
세전이익률	4.6	2.2	2.4	2.0	3.8	(0.7)	1.9	2.6	1.3
지배주주순이익률	3.0	1.8	1.5	1.1	2.9	(0.1)	1.7	1.7	1.2

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2018	3Q20E	3Q21E	3Q22E	3Q23E
ROE(지배주주지분)	7.3%	ROE(지배주주지분)	9.1%	7.7%	6.3%	7.1%	8.1%
Terminal Growth	2.0%	weight		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	1.07	Target ROE	7.3%				
3Q20E EPS(지배주주지분)	178,572						
Target Price	190,810						

자료: SK 이노베이션 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	3Q20E	3Q21E	3Q22E	3Q23E
EPS(지배주주지분)	8,748	15,021	12,189	14,236	17,035
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	14,499				
3Q20E EPS	15,021				
3Q21E EPS	12,189				

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	144,992	152,241	159,491	166,740	173,990	181,240	188,489	195,739	202,988	210,238
TP by 3Q20E EPS	150,211	157,721	165,232	172,743	180,253	187,764	195,274	202,785	210,295	217,806
TP by 3Q21E EPS	121,895	127,989	134,084	140,179	146,274	152,368	158,463	164,558	170,652	176,747

자료: SK 이노베이션 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

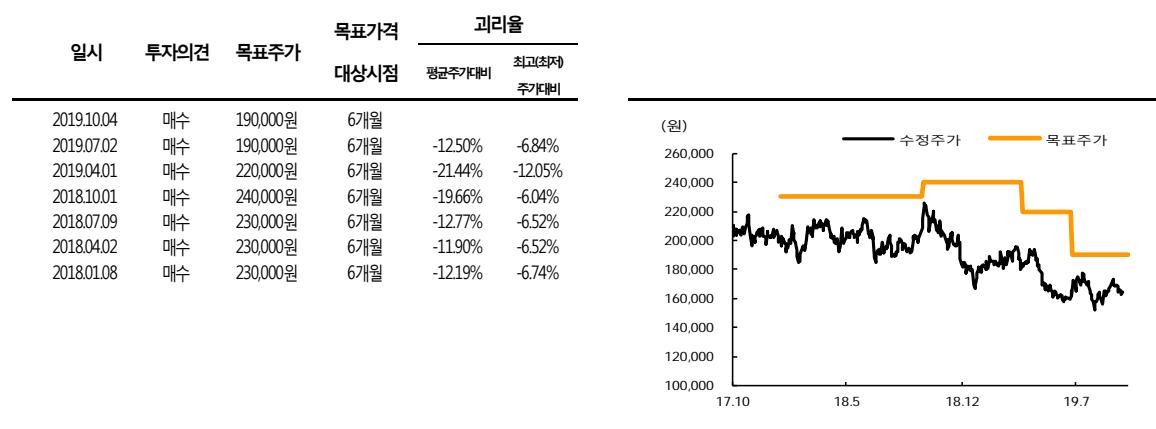
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	54,510.9	50,065.7	46,821.8	54,510.9	50,501.1	48,358.5	0.0%	0.9%	3.3%
YoY %	18.1%	-8.2%	-6.5%	18.1%	-7.4%	-4.2%			
영업이익	2,117.6	1,061.6	1,704.5	2,117.6	1,399.1	1,791.5	0.0%	31.8%	5.1%
YoY %	-34.3%	-49.9%	60.6%	-34.3%	-33.9%	28.0%			
EBITDA	3,056.5	2,176.9	2,819.8	3,056.5	2,539.2	2,939.8	0.0%	16.6%	4.3%
YoY %	-25.8%	-28.8%	29.5%	-25.8%	-16.9%	15.8%			
순이익	1,651.5	699.8	1,048.2	1,651.5	963.5	1,278.1	0.0%	37.7%	21.9%
YoY %	-21.5%	-57.6%	49.8%	-21.5%	-41.7%	32.7%			

자료: SK 이노베이션, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E
매출액	12,817.3	11,111.6	11,971.1	11,947.4	12,548.1	12,000.8	12,366.8	12,332.1	-2.1%	8.0%	3.3%	3.2%
YoY %	-14.3%	-20.3%	-6.8%	-10.1%	-16.1%	-14.0%	-3.8%	-5.9%				
QoQ %	-3.5%	-13.3%	7.7%	-0.2%	-4.2%	-4.4%	3.0%	-0.3%				
영업이익	316.8	46.8	592.7	462.8	321.9	248.6	528.2	513.9	1.6%	431.4%	-10.9%	11.0%
YoY %	-62.1%	흑전	79.0%	26.1%	-61.5%	흑전	59.5%	3.3%				
QoQ %	-13.7%	-85.2%	1167.0%	-21.9%	-35.3%	-22.8%	112.5%	-2.7%				
EBITDA	595.6	325.6	871.6	741.6	609.0	535.7	815.3	801.0	2.2%	64.5%	-6.5%	8.0%
YoY %	-44.4%	흑전	42.9%	14.8%	-43.2%	흑전	33.7%	2.1%				
QoQ %	-7.8%	-45.3%	167.7%	-14.9%	-22.4%	-12.0%	52.2%	-1.8%				
순이익	228.4	20.9	388.3	291.3	359.4	261.3	359.4	369.3	57.4%	1152.2%	-7.4%	26.8%
YoY %	-48.6%	-91.6%	98.3%	14.3%	-19.1%	4.7%	83.6%	151.2%				
QoQ %	-104%	-90.9%	1760.7%	-25.0%	144.5%	-27.3%	37.6%	2.8%				

자료: SK 이노베이션, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 10 월 4 현재 SK 이노베이션(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 4일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	16,220	16,752	17,229	17,012	17,525
현금및현금성자산	2,004	1,856	2,726	2,955	2,709
매출채권및기타채권	5,297	5,156	4,792	4,600	4,928
재고자산	5,980	6,180	5,955	5,730	6,113
비유동자산	18,030	19,333	20,859	21,507	22,222
장기금융자산	389	543	252	252	252
유형자산	13,596	13,798	14,694	15,342	16,057
무형자산	1,501	2,007	2,046	2,046	2,046
자산총계	34,250	36,085	38,088	38,519	39,747
유동부채	9,955	8,941	8,988	8,782	9,133
단기금융부채	1,606	1,431	1,800	1,800	1,800
매입채무 및 기타채무	5,712	5,116	5,451	5,245	5,596
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4,986	7,817	9,740	9,740	9,740
장기금융부채	4,064	6,649	8,526	8,526	8,526
장기매입채무 및 기타채무	7	13	10	10	10
장기충당부채	114	132	142	142	142
부채총계	14,941	16,757	18,727	18,521	18,872
지배주주지분	18,086	18,124	17,733	18,370	19,247
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	12,635	13,272	14,149
비자본주주지분	1,224	1,204	1,628	1,628	1,628
자본총계	19,309	19,328	19,361	19,998	20,875
부채와자본총계	34,250	36,085	38,088	38,519	39,747

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,180	1,728	2,786	3,131	2,793
당기순이익(순실)	2,145	1,710	1,034	1,345	1,586
비현금성항목등	1,992	2,013	1,423	1,572	1,572
유형자산감가상각비	900	939	1,140	1,148	1,148
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,092)	(1,075)	(283)	(424)	(424)
운전자본감소(증가)	(1,214)	(1,154)	742	214	(365)
매출채권및기타채권의 감소증가)	(875)	360	370	165	(282)
재고자산감소(증가)	(1,534)	(200)	225	225	(383)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,058	(615)	9	(176)	300
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	1,076	710	361	356	356
투자활동현금흐름	(1,066)	(2,477)	(2,596)	(1,796)	(1,863)
금융자산감소(증가)	755	(526)	(192)	0	0
유형자산감소(증가)	(864)	(1,242)	(1,872)	(1,796)	(1,863)
무형자산감소(증가)	(70)	(209)	(120)	0	0
기타	(888)	(500)	(412)	0	0
재무활동현금흐름	(1,671)	586	736	(708)	(708)
단기금융부채증가(감소)	223	(90)	190	0	0
장기금융부채증가(감소)	(1,134)	2,499	1,436	0	0
자본의증가(감소)	75	(965)	0	0	0
배당금의 지급	757	822	1,488	708	708
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(640)	(148)	870	228	(245)
기초현금	2,644	2,004	1,856	2,726	2,955
기말현금	2,004	1,856	2,726	2,955	2,709
FCF	471	(42)	513	998	462

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	46,163	54,511	50,501	48,359	50,177
매출원가	40,825	50,529	47,457	45,004	46,536
매출총이익	5,338	3,982	3,044	3,355	3,641
매출총이익률 (%)	11.6	7.3	6.0	6.9	7.3
판매비와관리비	2,116	1,864	1,645	1,563	1,622
영업이익	3,222	2,118	1,399	1,792	2,019
영업이익률 (%)	7.0	3.9	2.8	3.7	4.0
비영업손익	2	285	(4)	(78)	1
순금융비용	671	2,239	2,216	1,438	1,505
외환관련손익	102	(101)	(61)	0	0
관계기업투자등 관련손익	311	155	117	147	158
세전계속사업이익	3,224	2,402	1,395	1,714	2,020
세전계속사업이익률 (%)	7.0	4.4	2.8	3.5	4.0
계속사업법인세	1,076	705	361	368	434
계속사업이익	2,147	1,697	1,034	1,345	1,586
중단사업이익	(2)	13	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,145	1,710	1,034	1,345	1,586
순이익률 (%)	4.6	3.1	2.0	2.8	3.2
지배주주	2,104	1,651	963	1,278	1,506
지배주주구속 순이익률(%)	4.6	3.0	1.9	2.6	3.0
비지배주주	41	59	70	67	79
총포괄이익	1,878	1,820	1,187	1,345	1,586
지배주주	1,847	1,758	1,112	1,278	1,506
비지배주주	31	62	75	67	79
EBITDA	4,122	3,057	2,539	2,940	3,168

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	16.8	18.1	(7.4)	(4.2)	3.8
영업이익	(0.2)	(34.3)	(33.9)	28.0	12.7
세전계속사업이익	33.0	(25.5)	(41.9)	22.8	17.9
EBITDA	(0.5)	(25.8)	(16.9)	15.8	7.7
EPS(계속사업)	25.9	(21.6)	(41.3)	32.7	17.9
수익성 (%)					
ROE	12.0	9.1	5.4	7.1	8.0
ROA	6.4	4.9	2.8	3.5	4.1
EBITDA/마진	8.9	5.6	5.0	6.1	6.3
안정성 (%)					
유동비율	162.9	187.4	191.7	193.7	191.9
부채비율	77.4	86.7	96.7	92.6	90.4
순자금/자기자본	1.0	12.7	18.8	17.1	17.5
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	22,643	17,752	10,420	13,822	16,292
BPS	184,368	181,834	177,091	183,888	193,251
CFPS	32,504	25,980	22,872	27,260	29,168
주당 현금배당금	8,000	8,030	8,030	8,030	8,030
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.0	10.1	15.6	11.8	10.0
PER(최저)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
PBR(최고)	6.3	6.9	7.1	6.0	5.6
PBR(최저)	4.7	5.5	6.0	5.2	4.8