

# SK이노베이션

# BUY(유지)

096770 기업분석 | 정유

목표주가(유지)	220,000원	현재주가(10/31)	160,000원	Up/Downside	+37.5%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 11. 01

## 반등의 시간

### News

**3Q19 영업이익 3,301억원, 시장 기대치 상회:** SK이노베이션의 3Q 영업이익은 3,301억원(QoQ-34%/YoY-61%)으로 시장 컨센서스 2,879억원을 상회했다. 기대치 상회의 원인은 화학/유탄유 실적 개선 및 배터리 적자 폭 축소다. 정유는 유가 반영 시차가 길어짐에 따라 재고평가손실 1,025억원이 발생하면서 659억원으로 부진했다. 화학은 PX 부진에도 벤젠/프로필렌 개선으로 2Q 대비 개선되었다. 유탄유는 고부가 시장 판매량 증가로 역시 QoQ 개선되었다. 기타 부문은 배터리사업이 재고관련손실 감소, 매출 증가 등으로 적자폭이 감소하면서 감익을 예상했던 추정치를 상회했다.

### Comment

**정유 상황 추가 개선에 무게:** 4Q 영업이익은 5,059억원(QoQ+53%)으로 개선될 것으로 전망한다. 추후 유가 변동성이 크지 않다면 3Q에 반영된 재고평가손실이 제거되고 정체마진 개선 효과가 이어지며 정유 중심의 실적 개선이 나타날 것으로 예상된다. SK이노베이션 기준 complex margin은 3Q \$7.8/bbl→10월 평균 \$8.0/bbl을 시현하고 있다. 9월 대비로는 사우디 공급 차질 해소, 운임비 급등 등에 따른 영향으로 마진이 하락하고 있지만 동절기 등경유 중심의 계절성 반등, 11월 이후 IMO 효과 강화 등으로 정체마진이 재차 반등할 것으로 전망한다.

### Action

**반등의 시간, 비중 확대 추천:** 실적 추정치 변경이 크지 않아 투자 의견 Buy, 목표주가 22만원을 유지한다. 19년 실적 부진과 capex 부담에 따른 배당 감소 가능성, 배터리 소송 문제 등이 겹치며 경쟁업체 대비 상대적인 주가가 부진했다. 하지만 IMO에 따른 정체마진 개선 효과는 이노베이션에도 해당되며 VRDS의 20년 3~4월 조기 가동으로 정유의 20년 이익 반등 폭이 커질 것으로 판단한다. 또한 예상보다 적자 폭을 줄여가고 있는 배터리, 증설 효과가 본격적으로 반영되는 분리막의 이익 기여도 확대 등도 주목할 필요가 있다. 비중 확대를 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	152,000/213,500원
매출액	46,163	54,511	51,253	52,289	52,740	KOSDAQ /KOSPI	659/2,083pt
(증가율)	16.8	18.1	-6.0	2.0	0.9	시가총액	147,945억원
영업이익	3,222	2,118	1,665	2,516	2,611	60일-평균거래량	187,022
(증가율)	-0.2	-34.3	-21.4	51.1	3.8	외국인지분율	36.2%
지배주주순이익	2,104	1,651	765	1,510	1,574	60일-외국인지분율변동추이	-0.6%p
EPS	22,643	17,752	8,211	16,220	16,909	주요주주	SK 외 1인 33.4%
PER (H/L)	9.6/6.4	12.8/9.7	19.4	9.8	9.4	(천원)	
PBR (H/L)	1.1/0.8	1.2/0.9	0.8	0.8	0.7	500	
EV/EBITDA (H/L)	5.5/3.9	8.4/6.9	8.4	6.3	6.1	0	
영업이익률	7.0	3.9	3.2	4.8	5.0	18/10	
ROE	12.0	9.1	4.2	8.0	8.0	19/02	
						19/05	
						19/09	

  

주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-4.2	-6.7	-23.6
상대기준	-5.0	-8.6	-26.0

도표 1. SK이노베이션 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	12,849	13,104	12,373	12,929	54,511	51,253	52,289
%YoY	6.8	27.2	27.2	6.3	5.6	-2.5	-17.3	-7.3	16.4	-6.0	2.0
%QoQ	-7.3	10.5	11.3	-6.8	-7.9	2.0	-5.6	4.5			
석유	8,687	9,773	10,900	9,833	9,208	9,464	8,682	9,460	39,194	36,814	36,985
화학	2,439	2,532	2,886	2,828	2,502	2,420	2,458	2,209	10,684	9,589	9,198
운할유	780	818	823	846	756	847	811	827	3,266	3,242	3,193
E&P/기타	260	316	350	441	383	373	421	432	1,367	1,609	2,913
연결 영업이익	712	852	836	-281	331	497	330	506	2,118	1,665	2,516
%YoY	-29.1	102.2	-13.3	적전	-53.5	-41.6	-60.5	흑전	-34.5	-21.4	51.1
%QoQ	-15.8	19.7	-1.8	적전	흑전	50.3	-33.6	53.3			
석유	325	533	408	-558	-6	279	66	293	709	632	1,457
화학	285	238	346	250	320	184	194	146	1,118	844	749
운할유	129	126	132	74	47	78	94	101	461	320	427
E&P/기타	-27	-46	-50	-47	-30	-45	-23	-34	-170	-132	-117
영업이익률	5.8	6.3	5.6	-2.0	2.6	3.8	2.7	3.9	3.9	3.2	4.8
정유	3.7	5.5	3.7	-5.7	-0.1	3.0	0.8	3.1	1.8	1.7	3.9
화학	11.7	9.4	12.0	8.8	12.8	7.6	7.9	6.6	10.5	8.8	8.1
운할유	16.5	15.4	16.0	8.8	6.2	9.2	11.5	12.3	14.1	9.9	13.4
E&P/기타	-10.5	-14.4	-14.3	-10.7	-7.8	-11.9	-5.5	-7.9	-12.4	-8.2	-4.0

자료: SK이노베이션 DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	16,220	16,752	16,845	16,589	16,266
현금및현금성자산	2,004	1,856	2,071	2,090	1,680
매출채권및기타채권	5,467	5,333	5,576	5,675	5,686
재고자산	5,980	6,180	6,030	6,152	6,093
비유동자산	18,030	19,333	22,074	23,065	23,970
유형자산	13,596	13,798	16,123	17,203	18,192
무형자산	1,501	2,007	1,914	1,825	1,741
투자자산	2,820	3,424	3,933	3,933	3,933
자산총계	34,250	36,085	39,512	40,248	40,830
유동부채	9,955	8,941	9,988	10,040	9,872
매입채무및기타채무	7,731	7,115	7,762	7,814	7,646
단기차입금및단기차채	243	154	354	354	354
유동성장기부채	1,272	1,222	1,422	1,422	1,422
비유동부채	4,986	7,817	9,796	9,596	9,396
사채및장기차입금	4,063	6,648	8,228	8,028	7,828
부채총계	14,941	16,757	19,784	19,636	19,267
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	5,766	5,766	5,766
이익잉여금	12,042	12,930	13,255	14,059	14,927
비자배주지분	1,224	1,204	1,279	1,359	1,442
자본총계	19,309	19,328	19,728	20,612	21,562

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	2,180	1,728	2,823	2,355	2,894
당기순이익	2,145	1,710	841	1,589	1,656
현금유출이없는비용및수익	1,992	2,013	1,593	1,887	2,001
유형및무형자산상각비	900	939	968	1,009	1,095
영업관련자산부채변동	-1,214	-1,154	759	-440	-55
매출채권및기타채권의감소	-957	207	-243	-99	-11
재고자산의감소	-1,501	-481	150	-122	58
매입채무및기타채무의증가	1,273	-629	647	52	-169
투자활동현금흐름	-1,066	-2,477	-3,351	-1,343	-2,052
CAPEX	-938	-1,279	-3,200	-2,000	-2,000
투자자산의순증	67	-449	-459	70	70
재무활동현금흐름	-1,671	586	1,340	-993	-1,251
사채및차입금의 증가	-1,010	2,410	2,379	-200	-200
자본금및자본잉여금의증가	-118	0	0	0	0
배당금지급	-757	-822	-706	-441	-706
기타현금흐름	-84	15	-596	0	0
현금의증가	-640	-148	215	19	-410
기초현금	2,644	2,004	1,856	2,071	2,090
기말현금	2,004	1,856	2,071	2,090	1,680

자료: SK이노베이션 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	46,163	54,511	51,253	52,289	52,740
매출원가	40,825	50,529	47,908	48,059	48,400
매출총이익	5,338	3,982	3,345	4,231	4,341
판매비	2,116	1,864	1,681	1,715	1,730
영업이익	3,222	2,118	1,665	2,516	2,611
EBITDA	4,122	3,057	2,633	3,525	3,706
영업외손익	2	284	-453	-246	-246
영업순이익	-168	232	-295	258	-258
투자손익	311	155	50	70	70
기타영업외손익	-141	-103	-208	-58	-58
세전이익	3,224	2,402	1,212	2,270	2,366
중단사업이익	-2	13	0	0	0
당기순이익	2,145	1,710	841	1,589	1,656
자배주지분순이익	2,104	1,651	765	1,510	1,574
비자배주지분순이익	41	59	76	79	83
총포괄이익	1,878	1,820	841	1,589	1,656
증감률(%YoY)					
매출액	16.8	18.1	-6.0	2.0	0.9
영업이익	-0.2	-34.3	-21.4	51.1	3.8
EPS	25.9	-21.6	-53.7	97.5	4.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당자료(원)					
EPS	22,643	17,752	8,211	16,220	16,909
BPS	192,989	193,402	196,863	205,443	214,704
DPS	8,000	8,000	5,000	8,000	8,000
Multiple(배)					
P/E	9.0	10.1	19.4	9.8	9.4
P/B	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.2	7.0	8.4	6.3	6.1
수익성(%)					
영업이익률	7.0	3.9	3.2	4.8	5.0
EBITDA마진	8.9	5.6	5.1	6.7	7.0
순이익률	4.6	3.1	1.6	3.0	3.1
ROE	12.0	9.1	4.2	8.0	8.0
ROA	6.4	4.9	2.2	4.0	4.1
ROIC	11.9	7.6	5.4	7.7	7.7
안정성및기타					
부채비율(%)	77.4	86.7	100.3	95.3	89.4
이자보상배율(배)	15.6	8.2	5.0	7.1	7.6
배당성향(배)	34.3	40.8	51.7	43.8	42.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 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 투자이견 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
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	-24.2	-15.0					
19/09/30	Buy	220,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경