

SK이노베이션(096770)

리레이팅 이끌어낼 호재에 주목

2분기 영업이익 전분기대비 50% 증가, 컨센서스 36% 상회
타이트한 수급으로 7월 평균 아시아 정제마진 2분기 평균 대비 85% 증가
IMO 2020, 신규 고도화설비 및 자동차 전지부문 증설 등 다양한 호재 임박

Facts : 영업이익 전분기대비 50% 증가

2분기 영업이익은 4,975억원으로 전분기대비 50% 증가하고 컨센서스와 당사 추정치를 큰 폭으로 상회했다. 대규모 실적개선은 정유부문의 흑자전환으로 이루어졌다. 이외에도 윤활유부문과 배터리부문도 두드러진 실적개선을 기록하며 실적을 견인했다. 한편 순이익은 컨센서스와 추정치를 하회했는데 이는 유가 관련 파생손실 908억원, 외환관련 손실 504억원으로 총 1,412억원의 영업외손실 때문이다.

Pros & cons : 정유부문 대규모 흑자전환

정유부문 영업이익은 2,793억원으로 당사 추정치를 2,271억원 상회했다. 1분기에 이어 연된 채고평가이익 1,500억원에 트레이딩 이익도 990억원을 기록했기 때문이다. 윤활유부문은 고마진 Group III 판매량 증가로 영업이익이 전분기대비 66% 증가하고 당사 추정치도 39% 상회했다. 자동차 전지부문 영업적자는 운영비절감으로 전분기대비 198억원 축소된 671억원을 기록했다. 다만 석유화학의 경우 주요제품 시황 악화로 영업이익이 1,845억원으로 전분기대비 42% 감소했다.

Action : 정제마진 이미 급등. 하반기 및 2020년 호재도 줄줄이 대기

적극적으로 매수할 시기다. 첫째, 주가와 실적을 좌우하는 정제마진이 급등했다. 타이트한 수급에 WTI-Dubai 간극이 축소되며 현재까지 7월 평균 아시아 스팟 정제마진은 7.7달러/배럴로 1분기 평균 대비 85% 개선되었다. 둘째, 등경유 마진을 큰 폭으로 개선시킬 국제해사기구의 황 함유량 규제(IMO 2020)가 임박했다. 9월에서 4분기에는 IMO 2020이 제품시황에 영향을 미치기 시작할 전망이다 (2019/7/22 '임박한 IMO 2020' 참고). 마지막으로 내년에는 제품믹스 개선과 자동차 전지 사업 본격화로 주가는 재평가될 것이다. 신규 고도화설비인(탈황 및 경유생산) VRDS가 2분기 가동되어 IMO 2020에 적합한 저유황 선박유(LSFO)를 국내에서 유일하게 생산할 계획이다. 또한 수주한 자동차 전지 납품을 위해 전지 생산능력은 현재 4.7GWh에서 올해말 20GWh로 326% 증가하고 2022년에는 60GWh로 확대된다. 전지 분리막 생산능력도 2021년까지 올해 대비 160% 증가할 계획이다. 현재 주가는 IMO 영향 및 자동차 전지부문 가치는 물론 최근 상승한 정제마진도 반영하고 있지 않다. 이에 매수를 권고한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 252,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/26)	2,066
주가(7/26)	173,000
시가총액(십억원)	15,997
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저(원)	225,500/157,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	40,704
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.6/36.7
주요주주(%)	SK 외 1인 33.4
국민연금공단	10.0

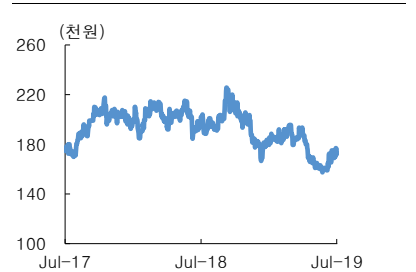
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	9.8	14.5	5.5
PBR(x)	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	9.1	5.7	13.8
DY(%)	4.5	4.6	5.2
EV/EBITDA(x)	6.6	7.1	3.8
EPS(원)	18,267	11,934	31,290
BPS(원)	205,544	214,661	236,543

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.8	(6.7)	(14.4)
KOSPI 대비(%p)	10.4	(1.6)	(4.6)

주가추이



자료: FnGuide

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	13,438.0	14,958.7	13,948.1	12,848.6	13,103.6	2.0	(2.5)	13,191.6
영업이익	851.6	835.8	(281.5)	331.1	497.5	50.3	(41.6)	365.5
영업이익률	6.3	5.6	(2.0)	2.6	3.8	1.2	(2.5)	2.8
세전이익	738.6	684.2	300.7	304.8	258.1	(15.3)	(65.1)	322.7
순이익	499.2	444.3	249.7	195.8	147.0	(24.9)	(70.6)	218.4

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	48,789	52,579	7.8	45,925	50,765	10.5
영업이익	1,858	1,963	5.6	4,373	4,332	(0.9)
영업이익률	3.8	3.7	(0.1)	9.5	8.5	(1.0)
세전이익	1,819	1,609	(11.6)	4,282	4,065	(5.1)
순이익	1,223	1,052	(14.0)	2,906	2,759	(5.1)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	12,849	13,104	13,370	13,257	46,163	54,511	52,579	50,765
영업이익	712	852	836	(281)	331	498	526	608	3,222	2,118	1,963	4,332
영업이익률(%)	5.8	6.3	5.6	(2.0)	2.6	3.8	3.9	4.6	7.0	3.9	3.7	8.5
순이익	499	499	444	209	196	147	334	376	2,104	1,651	1,052	2,759
증가율(% YoY)												
매출액	6.8	27.2	27.2	11.1	5.6	(2.5)	(10.6)	(5.0)	16.8	18.1	(3.5)	(3.5)
영업이익	(29.1)	102.2	(13.3)	NM	(53.5)	(41.6)	(37.1)	NM	(0.2)	(34.3)	(7.3)	120.7
순이익	(41.1)	79.3	(34.9)	(29.3)	(60.8)	(70.6)	(24.9)	80.0	25.9	(21.5)	(36.3)	162.1
증가율(% QoQ)												
매출액	(3.1)	10.5	11.3	(6.8)	(7.9)	2.0	2.0	(0.8)				
영업이익	(15.8)	19.7	(1.9)	NM	NM	50.3	5.7	15.7				
순이익	68.9	(0.0)	(11.0)	(53.0)	(6.2)	(24.9)	127.1	12.6				
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)							437	500			1,716	2,433
							20.3	21.7			14.4	78.1
KIS 추정 영업이익 변화(%)							3.3	(14.3)			5.6	(0.9)

자료: Bloomberg, 한국투자증권

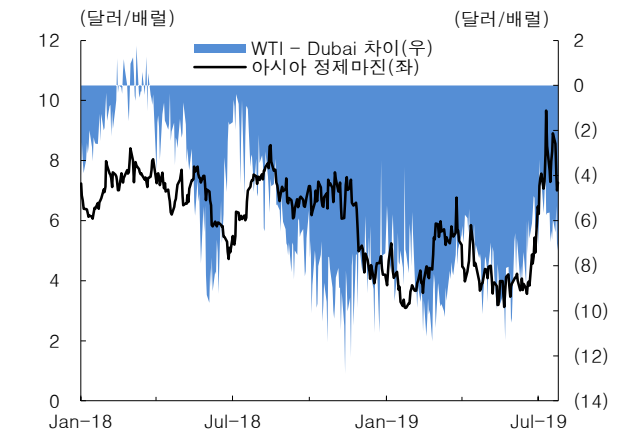
〈표 4〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	12,166	13,485	14,959	14,249	12,849	13,104	13,370	13,257	46,163	54,511	52,579	50,765
정유	8,687	9,773	10,900	9,833	9,208	9,464	9,476	9,476	32,771	39,194	37,624	36,057
석유화학	2,439	2,532	2,886	2,828	2,502	2,420	2,675	2,563	9,339	10,684	10,159	9,968
윤활유	780	818	823	846	756	847	963	963	3,047	3,266	3,530	3,789
E&P 및 기타	260	363	350	742	383	373	256	254	1,005	1,367	1,266	951
영업이익	712	801	716	(111)	331	498	526	608	3,234	2,118	1,963	4,332
정유	325	533	408	(558)	(6)	279	321	402	1,502	709	997	3,428
석유화학	285	238	346	249	320	185	173	168	1,377	1,118	846	629
윤활유	129	126	132	74	47	78	82	113	505	461	320	658
E&P 및 기타	(27)	(96)	(170)	124	(30)	(45)	(51)	(75)	(150)	(170)	(200)	(382)
영업이익률(%)	5.8	5.9	4.8	(0.8)	2.6	3.8	3.9	4.6	7.0	3.9	3.7	8.5
정유	3.7	5.5	3.7	(5.7)	(0.1)	3.0	3.4	4.2	4.6	1.8	2.6	9.5
석유화학	11.7	9.4	12.0	8.8	12.8	7.6	6.5	6.6	14.7	10.5	8.3	6.3
윤활유	16.5	15.4	16.0	8.7	6.2	9.2	8.5	11.7	16.6	14.1	9.1	17.4
E&P 및 기타	(10.5)	(26.5)	(48.6)	16.7	(7.9)	(11.9)	(19.8)	(29.4)	(14.9)	(12.4)	(15.8)	(40.2)

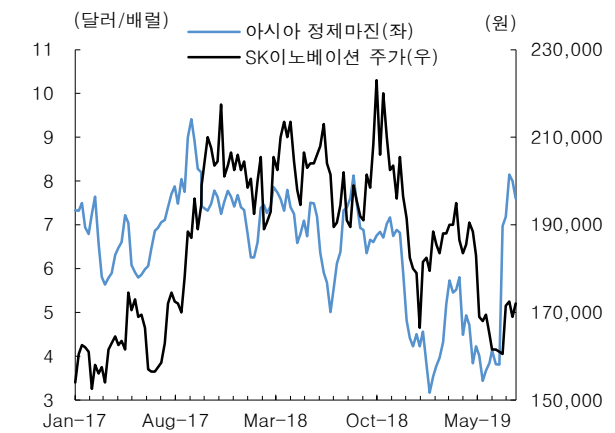
자료: 한국투자증권

[그림 1] 아시아 스팟 정제마진은 6월 중순 이후 원가경쟁력 회복으로 급반등



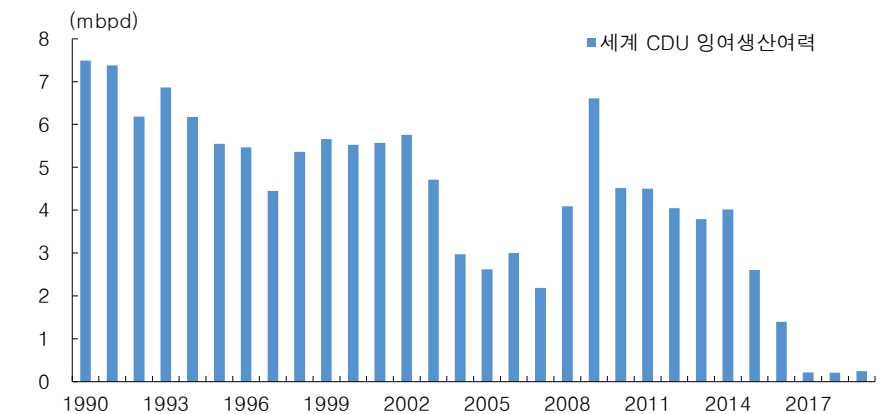
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 2] 최근 정제마진 상승은 주가에 미반영



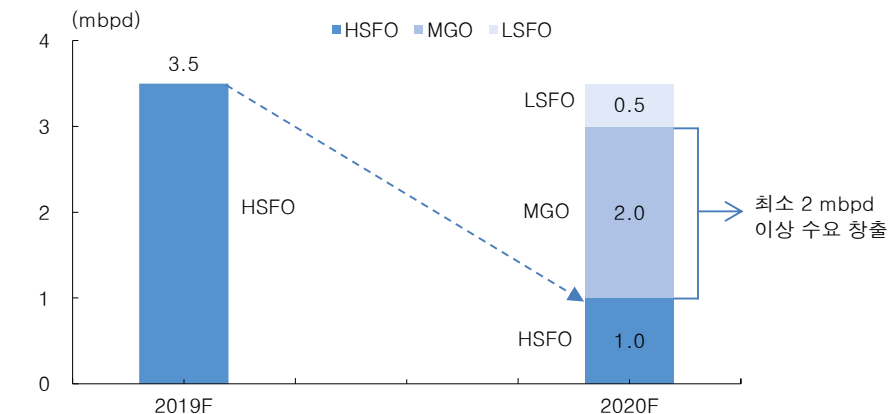
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 3] 2015년부터 정유제품 수급은 빠르게 타이트해짐



자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 4] IMO로 Bunker-C 수요는 급감, 등경유 수요는 급증



자료: 산업자료, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

2007년 설립해 정유사업, 배터리 및 정보전자소재 사업을 하는 회사. 주력 사업은 정유사업.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	16,220	16,752	17,874	16,881	16,968
현금성자산	2,004	1,856	1,145	1,146	1,304
매출채권및기타채권	5,467	5,333	4,983	4,744	4,712
재고자산	5,980	6,180	6,215	5,539	5,483
비유동자산	18,030	19,333	22,748	24,535	25,950
투자자산	2,820	3,424	3,678	3,678	3,678
유형자산	13,596	13,798	16,214	17,814	19,060
무형자산	1,501	2,007	2,204	2,391	2,567
자산총계	34,250	36,085	40,623	41,416	42,917
유동부채	9,955	8,941	9,892	9,727	9,299
매입채무및기타채무	7,731	7,115	5,065	4,514	4,469
단기차입금및단기사채	243	154	267	318	369
유동성장기부채	1,272	1,222	980	1,500	2,020
비유동부채	4,986	7,817	10,489	9,309	9,309
사채	3,233	5,471	7,113	5,933	5,933
장기차입금및금융부채	831	1,178	1,764	1,764	1,765
부채총계	14,941	16,757	20,380	19,036	18,608
지배주주지분	18,086	18,124	18,979	21,029	22,865
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	6,283	6,283	5,921
기타자본	(136)	(1,137)	(1,138)	(1,138)	(1,138)
이익잉여금	12,042	12,930	13,268	15,319	17,516
비지배주주지분	1,224	1,204	1,264	1,350	1,444
자본총계	19,309	19,328	20,242	22,380	24,310

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	2,180	1,728	2,356	4,126	3,188
당기순이익	2,145	1,710	1,113	2,845	3,087
유형자산감가상각비	791	846	877	886	886
무형자산상각비	109	93	117	127	137
자산부채변동	(1,214)	(1,154)	385	259	(929)
기타	349	233	(136)	9	7
투자활동현금흐름	(1,066)	(2,477)	(4,908)	(2,722)	(2,351)
유형자산투자	(938)	(1,279)	(3,330)	(2,523)	(2,169)
유형자산매각	75	37	37	37	37
투자자산순증	629	(794)	(155)	78	87
무형자산순증	(70)	(209)	(314)	(314)	(314)
기타	(762)	(232)	(1,146)	0	8
재무활동현금흐름	(1,671)	586	1,841	(1,403)	(679)
자본의증가	1	0	517	0	(362)
차입금의순증	(911)	2,409	2,099	(609)	571
배당금지급	(757)	(822)	(708)	(706)	(792)
기타	(4)	(1,001)	(67)	(88)	(96)
기타현금흐름	(84)	15	0	0	0
현금의증가	(640)	(148)	(711)	1	158

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

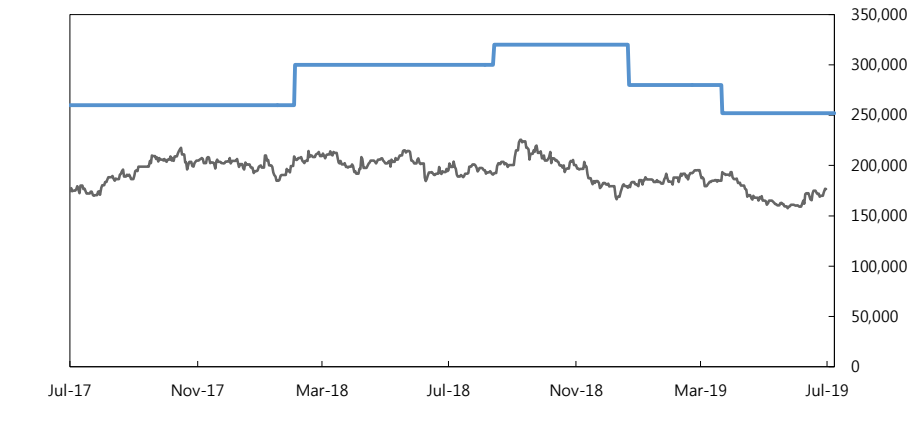
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	46,163	54,511	52,579	50,765	50,140
매출원가	40,825	50,529	48,870	44,711	43,798
매출총이익	5,338	3,982	3,709	6,055	6,342
판매관리비	2,116	1,864	1,746	1,722	1,728
영업이익	3,222	2,118	1,963	4,332	4,614
금융수익	1,882	3,181	2,069	1,093	996
이자수익	76	88	139	63	76
금융비용	2,051	2,949	2,423	1,361	1,288
이자비용	206	260	373	337	328
기타영업외손익	(141)	(103)	(99)	(78)	(77)
관계기업관련손익	311	155	99	78	87
세전계속사업이익	3,224	2,402	1,609	4,065	4,409
법인세비용	1,076	705	496	1,219	1,323
연결당기순이익	2,145	1,710	1,113	2,845	3,087
지배주주지분순이익	2,104	1,651	1,052	2,759	2,992
기타포괄이익	(267)	110	0	0	0
총포괄이익	1,878	1,820	1,113	2,845	3,087
지배주주지분포괄이익	1,847	1,758	1,052	2,759	2,992
EBITDA	4,122	3,057	2,957	5,346	5,637

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	22,574	18,267	11,934	31,290	33,943
BPS	194,441	205,544	214,661	236,543	256,131
DPS	8,000	8,000	8,000	8,976	8,976
성장성(%, YoY)					
매출증가율	16.8	18.1	(3.5)	(3.5)	(1.2)
영업이익증가율	(0.2)	(34.3)	(7.3)	120.7	6.5
순이익증가율	25.9	(21.5)	(36.3)	162.1	8.5
EPS증가율	25.9	(19.1)	(34.7)	162.2	8.5
EBITDA증가율	(0.5)	(25.8)	(3.3)	80.8	5.5
수익성(%)					
영업이익률	7.0	3.9	3.7	8.5	9.2
순이익률	4.6	3.0	2.0	5.4	6.0
EBITDA Margin	8.9	5.6	5.6	10.5	11.2
ROA	6.4	4.9	2.9	6.9	7.3
ROE	12.0	9.1	5.7	13.8	13.6
배당수익률	3.9	4.5	4.6	5.2	5.2
배당성향	35.4	42.9	67.1	28.7	26.5
안정성					
순차입금(십억원)	1,327	3,434	4,690	4,080	4,493
차입금/자본총계비율(%)	29.4	41.8	48.1	40.8	39.9
Valuation(X)					
PER	9.1	9.8	14.5	5.5	5.1
PBR	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.2	6.6	7.1	3.8	3.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK이노베이션 (096770)	2017.01.11	매수	260,000원	-31.7	-16.3
	2018.01.11	1년경과		-24.1	-19.2
	2018.02.27	매수	300,000원	-32.9	-28.3
	2018.09.07	매수	320,000원	-38.1	-29.5
	2019.01.15	매수	280,000원	-33.5	-30.2
	2019.04.15	매수	252,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 26일 현재 SK이노베이션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK이노베이션 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.