

SK이노베이션(096770)

반영된 악재 그리고 미반영된 호재

유가 급락과 낮은 스왑 정제마진이 부담

2019년 영업이익 추정치를 1.9조원으로 32% 낮춘다. 2분기 영업이익도 전분기 대비 7% 감소하고 컨센서스를 44% 하회할 전망이다. 현재 유가가 6월말까지 지속되면 추가적인 재고평가손실이 발생할 수 있으나, 일회성 손실이며 유가의 변동성을 감안해 2분기 실적에는 반영하지 않았다. 5월 중순 이후 유가 급락으로 한달 후행 정제마진이 기존 추정치에 크게 못 미칠 전망이다. 2분기 및 하반기 한달후행 정제마진 추정치를 각각 5달러/배럴과 평균 8달러/배럴로 44%, 25% 하향했다. 아시아 스왑 정제마진 역시 역사적 저점에서 머물러 있는데, 이는 지정학적 위험과 무역분쟁으로 아시아 정유사의 원가경쟁력이 훼손된 점이 가장 큰 원인이다.

정제마진은 역사적 저점... 하반기부터 구조적 변화로 상승 전망

큰 폭의 추정치 하향에도 불구하고 목표주가와 매수의견을 유지한다. 실적과 주가는 결국 아시아 스왑 정제마진에 의해 좌우되는데, 역사적 저점까지 하락한 현재 스왑 정제마진은 시간의 문제일 뿐 향후 상승여력만 남아있는 상황이다. 아시아 스왑 정제마진 기준 역사적 저점인 3~4달러/배럴은 장기간 지속될 수 없다. 2020년 1월 국제해사기구의(IMO) 친환경 선박유 적용을 앞두고 8월 또는 늦어도 9월에는 재고비축이 시작될 전망이며, 미국 원유 수출용 파이프라인 4분기 완공에 따른 아시아 정유사의 원가 경쟁력 회복도 임박했기 때문이다.

악재는 주가에 반영, 다가올 호재는 미반영

배당과 valuation 관점에도 악재는 이미 주가에 반영되었다. 2017년부터 주주가치 상승을 위해 배당성장 상향, 중간배당, 자사주 매입을 집행했다. 일관성 있는 주주환원정책을 위해 작년 수준의 주당배당금은 유지될 전망이다. 현재 배당수익률은 5%로 주가의 하단을 지지할 만큼 매력적이다. 동종업계 ROE-PBR 분석 기준 올해 적정주가는 176,000원이다. 2020년 구조적 호재로 개선될 실적을 감안한 적정주가는 369,000원이다. 두 시점의 평균 적정 주가는 273,000원으로 현재 목표 주가보다 높다. 현재의 악재보다는 근접한 하반기 호재에 관심을 기울일 시기다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	46,163	3,222	2,104	22,574	25.9	4,122	9.1	5.2	1.1	12.0	3.9
2018A	54,511	2,118	1,651	18,267	(19.1)	3,057	9.8	6.6	0.9	9.1	4.5
2019F	48,789	1,858	1,223	13,873	(24.1)	2,852	11.6	6.2	0.7	6.6	5.0
2020F	45,925	4,373	2,906	32,961	137.6	5,386	4.9	3.2	0.7	14.4	5.9
2021F	45,304	4,627	3,123	35,420	7.5	5,650	4.5	3.1	0.6	13.9	5.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 252,000원(유지)

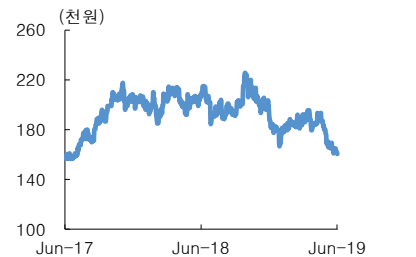
Stock Data

KOSPI(6/7)	2,072
주가(6/7)	160,500
시가총액(십억원)	14,841
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	225,500/160,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	43,534
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.6/37.6
주요주주(%)	SK 외 2 인 33.4
국민연금	9.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.3)	(14.4)	(22.8)
KOSPI 대비(%p)	(4.5)	(14.2)	(6.7)

주가추이

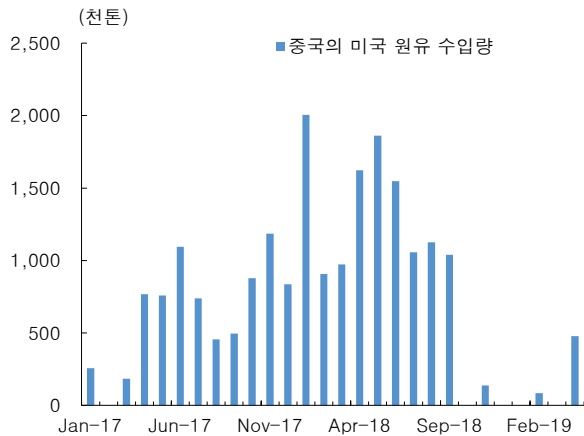


자료: FnGuide

이도연

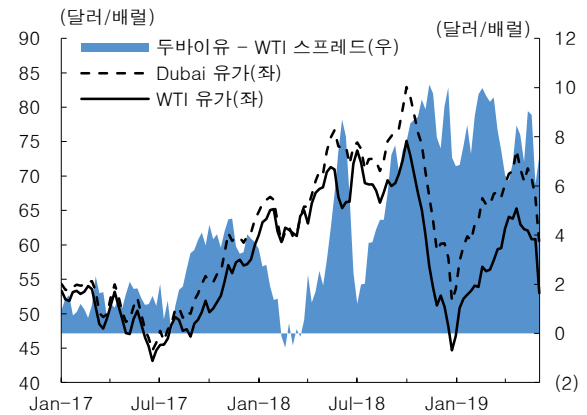
daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] 무역분쟁으로 중국의 미국 원유도입 축소



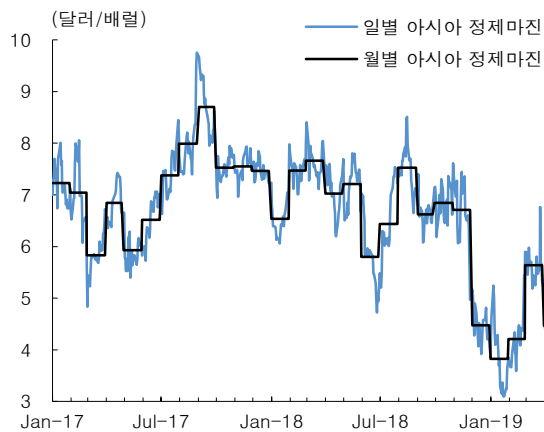
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 2] 지정학적 위험까지 확대되며 Dubai 강세



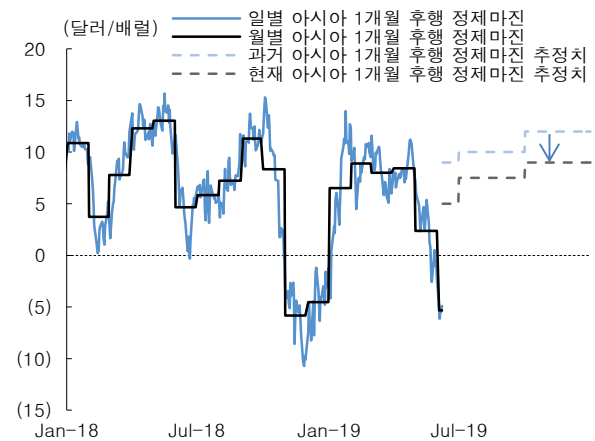
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 3] 원가 경쟁력 약화로 아시아 정제마진 축소



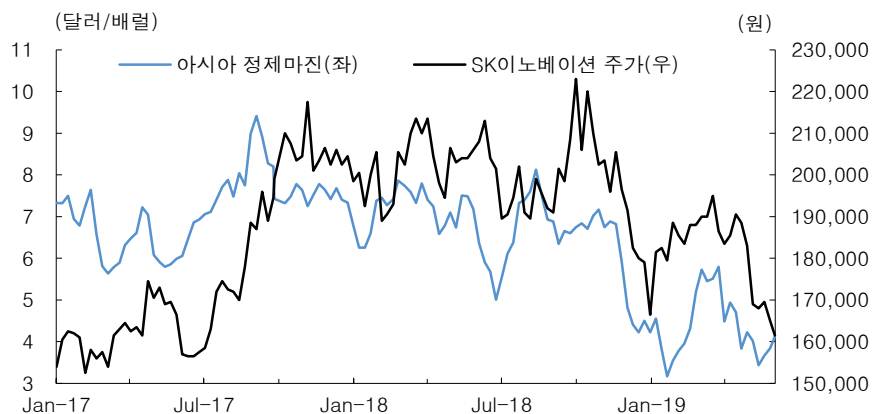
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 4] 5월 중순 이후 유가 하락으로 후행 정제마진 축소



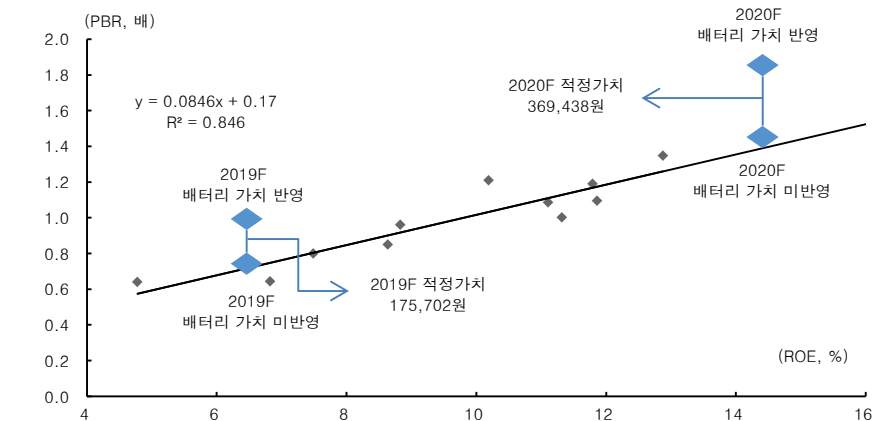
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 5] 주가는 정제마진이 좌우... 역사적 저점 수준의 마진은 지속 가능하지 않음



자료: Quantiwise, 페트로넷, 한국투자증권

[그림 6] 악재속 낮아진 ROE는 2020년 구조적 호재로 크게 상승할 전망



주: 6월 4일 종가 기준
자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 1〉 연간 실적 전망 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	50,321	48,789	(3.0)	50,083	45,925	(8.3)
영업이익	2,731	1,858	(32.0)	4,405	4,373	(0.7)
영업이익률	5.4	3.8	(1.6)	8.8	9.5	0.7
세전이익	2,671	1,819	(31.9)	4,357	4,282	(1.7)
순이익	1,802	1,223	(32.1)	2,957	2,906	(1.7)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	12,849	11,737	12,158	12,046	50,908	54,511	48,789	45,925
영업이익	712	852	836	(281)	331	308	509	710	4,233	2,118	1,858	4,373
영업이익률(%)	5.8	6.3	5.6	(2.0)	2.6	2.6	4.2	5.9	8.3	3.9	3.8	9.5
순이익	499	499	444	209	196	211	345	472	2,518	1,651	1,223	2,906
증가율(% YoY)												
매출액	6.8	27.2	27.2	11.1	5.6	(12.7)	(18.7)	(13.6)	28.8	7.1	(10.5)	(5.9)
영업이익	(29.1)	102.2	(13.3)	NM	(53.5)	(63.8)	(39.1)	NM	31.1	(50.0)	(12.3)	135.4
순이익	(41.1)	79.3	(34.9)	(29.3)	(60.8)	(57.8)	(22.3)	125.9	50.7	(34.4)	(25.9)	137.5
증가율(% QoQ)												
매출액	(3.1)	10.5	11.3	(6.8)	(7.9)	(8.7)	3.6	(0.9)				
영업이익	(15.8)	19.7	(1.9)	NM	NM	(7.0)	65.2	39.5				
순이익	68.9	(0.0)	(11.0)	(53.0)	(6.2)	7.7	63.7	36.7				
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)						550	567	583			2,060	2,634
						(44.0)	(10.2)	21.7			(9.8)	66.0
KIS 추정 영업이익 변화(%)						(50.5)	(32.9)	(30.4)			(32.0)	(0.7)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	12,166	13,485	14,959	14,249	12,849	11,737	12,158	12,046	46,261	54,859	48,789	45,925
정유	8,687	9,773	10,900	9,833	9,208	8,287	8,299	8,299	32,771	39,194	34,093	31,349
석유화학	2,439	2,532	2,886	2,828	2,502	2,388	2,639	2,529	9,339	10,684	10,058	9,836
운활유	780	818	823	846	756	803	963	963	3,047	3,266	3,486	3,789
E&P 및 기타	260	363	350	742	383	259	256	254	1,103	1,715	1,151	951
영업이익	712	801	716	(111)	331	308	509	710	3,234	2,118	1,858	4,373
정유	325	533	408	(558)	(6)	52	238	402	1,502	709	687	3,428
석유화학	285	238	346	249	320	241	253	273	1,377	1,118	1,087	684
운활유	129	126	132	74	47	56	69	110	505	461	282	646
E&P 및 기타	(27)	(96)	(170)	124	(30)	(41)	(51)	(75)	(150)	(170)	(198)	(385)
영업이익률(%)	5.8	5.9	4.8	(0.8)	2.6	2.6	4.2	5.9	7.0	3.9	3.8	9.5
정유	3.7	5.5	3.7	(5.7)	(0.1)	0.6	2.9	4.8	4.6	1.8	2.0	10.9
석유화학	11.7	9.4	12.0	8.8	12.8	10.1	9.6	10.8	14.7	10.5	10.8	7.0
운활유	16.5	15.4	16.0	8.7	6.2	7.0	7.1	11.4	16.6	14.1	8.1	17.1
E&P 및 기타	(10.5)	(26.5)	(48.6)	16.7	(7.9)	(16.0)	(20.1)	(29.6)	(13.6)	(9.9)	(17.2)	(40.5)

자료: 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	18,707	17,910	18,084
현금성자산	2,004	1,856	3,234	3,378	3,625
매출채권및기타채권	5,467	5,333	4,528	4,290	4,257
재고자산	5,980	6,180	5,562	4,938	4,881
비유동자산	18,030	19,333	21,215	23,002	24,779
투자자산	2,820	3,424	3,678	3,678	3,678
유형자산	13,596	13,798	14,681	16,281	17,890
무형자산	1,501	2,007	2,204	2,391	2,567
자산총계	34,250	36,085	39,922	40,912	42,863
유동부채	9,955	8,941	9,032	8,913	8,483
매입채무및기타채무	7,731	7,115	4,533	4,025	3,978
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	1,765	1,766	1,766
부채총계	14,941	16,757	19,521	18,221	17,792
지배주주지분	18,086	18,124	19,150	21,348	23,631
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	6,283	6,283	6,283
기타자본	(136)	(1,137)	(1,138)	(1,138)	(1,138)
이익잉여금	12,042	12,930	13,439	15,637	17,920
비지배주주지분	1,224	1,204	1,252	1,343	1,441
자본총계	19,309	19,328	20,402	22,691	25,072

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	2,180	1,728	2,837	4,192	3,244
당기순이익	2,145	1,710	1,271	2,997	3,221
유형자산감가상각비	791	846	877	886	886
무형자산상각비	109	93	117	127	137
자산부채변동	(1,214)	(1,154)	781	250	(929)
기타	349	233	(209)	(68)	(71)
투자활동현금흐름	(1,066)	(2,477)	(3,313)	(2,640)	(2,631)
유형자산투자	(938)	(1,279)	(1,797)	(2,523)	(2,532)
유형자산매각	75	37	37	37	37
투자자산순증	629	(794)	(94)	160	169
무형자산순증	(70)	(209)	(314)	(314)	(314)
기타	(762)	(232)	(1,145)	0	9
재무활동현금흐름	(1,671)	586	1,854	(1,408)	(366)
자본의증가	1	0	518	(0)	0
차입금의순증	(911)	2,409	2,100	(608)	572
배당금지급	(757)	(822)	(708)	(706)	(837)
기타	(4)	(1,001)	(56)	(94)	(101)
기타현금흐름	(84)	15	0	0	0
현금의증가	(640)	(148)	1,378	144	248

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

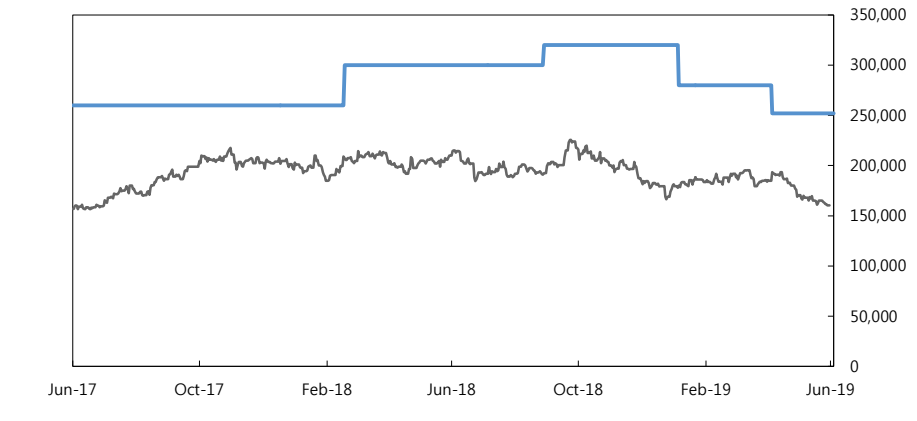
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	46,163	54,511	48,789	45,925	45,304
매출원가	40,825	50,529	45,278	39,949	39,068
매출총이익	5,338	3,982	3,511	5,976	6,236
판매관리비	2,116	1,864	1,653	1,603	1,609
영업이익	3,222	2,118	1,858	4,373	4,627
금융수익	1,882	3,181	2,133	1,268	1,092
이자수익	76	88	177	155	172
금융비용	2,051	2,949	2,171	1,359	1,288
이자비용	206	260	373	337	328
기타영업외손익	(141)	(103)	(160)	(160)	(158)
관계기업관련손익	311	155	160	160	169
세전계속사업이익	3,224	2,402	1,819	4,282	4,601
법인세비용	1,076	705	548	1,285	1,380
연결당기순이익	2,145	1,710	1,271	2,997	3,221
지배주주지분순이익	2,104	1,651	1,223	2,906	3,123
기타포괄이익	(267)	110	0	0	0
총포괄이익	1,878	1,820	1,271	2,997	3,221
지배주주지분포괄이익	1,847	1,758	1,223	2,906	3,123
EBITDA	4,122	3,057	2,852	5,386	5,650

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	22,574	18,267	13,873	32,961	35,420
BPS	194,441	205,544	216,488	239,939	264,301
DPS	8,000	8,000	8,000	9,486	9,486
성장성(%, YoY)					
매출증가율	16.8	18.1	(10.5)	(5.9)	(1.4)
영업이익증가율	(0.2)	(34.3)	(12.3)	135.4	5.8
순이익증가율	25.9	(21.5)	(25.9)	137.5	7.5
EPS증가율	25.9	(19.1)	(24.1)	137.6	7.5
EBITDA증가율	(0.5)	(25.8)	(6.7)	88.9	4.9
수익성(%)					
영업이익률	7.0	3.9	3.8	9.5	10.2
순이익률	4.6	3.0	2.5	6.3	6.9
EBITDA Margin	8.9	5.6	5.8	11.7	12.5
ROA	6.4	4.9	3.3	7.4	7.7
ROE	12.0	9.1	6.6	14.4	13.9
배당수익률	3.9	4.5	5.0	5.9	5.9
배당성향	35.4	42.9	57.7	28.8	26.8
안정성					
순차입금(십억원)	1,327	3,434	2,601	1,848	2,172
차입금/자본총계비율(%)	29.4	41.8	47.8	40.3	38.7
Valuation(X)					
PER	9.1	9.8	11.6	4.9	4.5
PBR	1.1	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.2	6.6	6.2	3.2	3.1

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 6월 10일 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. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	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.