

# SK이노베이션(096770)

## 1Q19 Preview: 완벽한 조합

### 1분기 실적 컨센서스 상회 전망

1분기 영업이익 추정치를 15% 상향한다. 유가 강세로 정유부문이 큰 폭으로 흑자 전환하며 컨센서스 영업이익 추정치를 49% 상회할 전망이다. 현재까지 분기 평균 한달후행 정제마진은 7.9달러/배럴로 전년동기대비 2% 높고 전분기 평균인 -0.2달러/배럴 대비로도 크게 개선되었다. 또한 현재 유가가 3월까지 지속될 경우 재고평가이익이 1,700억원가량 인식될 것으로 추정되나, 유가의 변동성을 보수적으로 감안해 재고평가이익은 850억원으로 가정했다.

### 정제마진 반등 시작... 장기적으로 IMO 최대 수혜주

아시아 스팟 정제마진이 더디지만 지속적으로 개선되고 있다. 1월 저점인 3.1달러/배럴에서 최근 5.9달러/배럴까지 상승했다. 2분기에는 예전 고점까지 반등 후 하반기에는 역사적 고점인 8달러/배럴을 상향 돌파할 것으로 전망한다. 미중 무역분쟁 완화로 미국의 대중국 원유수출 재개와 미국 원유 수출 파이프라인 완공은 SK이노베이션의 원가경쟁력을 현재 대비 15달러/배럴 이상 개선시킬 것이다. 또한 IMO 환경 규제 영향도 재고비축 등의 영향으로 하반기부터는 등경유 마진이 재차 확대될 전망이다. 국내에서 유일하게 생산하게 될 LSFO(저유황 선박유)까지 감안하면 IMO의 직접적으로 수혜를 보게 될 제품비중은 60%에 근접한다.

### 전기차 배터리 가치도 점진적으로 증가

선주주 후증설 전략으로 전기차 배터리 성장이 경쟁사 대비 더뎠다. 그러나 이미 유럽, 미국, 한국의 자동차 선두업체로부터 주문을 받아 가파른 성장이 예상된다. 2018년 생산능력은 4.7GWh에서 2022년에는 60GWh로 확대되어 LG화학 목표 생산능력의 절반수준을 확보할 것이다. 이는 14조원가량의 가치가 추가적으로 창출될 수 있음을 의미하나, 현재는 주가에 반영된 전기차 배터리 가치는 없다. 일부 공격적인 증설에 대한 우려도 있으나, 이미 수주 받은 물량을 소화하기 위한 증설이고 투자규모 역시 2022년까지 매년 1조원 수준으로 재무적인 부담은 없다. 오히려 전기차 배터리의 빠른 성장과 고배당이 공존한다는 점에 주목할 필요가 있다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	39,521	3,228	1,671	17,934	105.1	4,143	8.2	3.8	0.8	10.1	4.4
2017A	46,261	3,234	2,104	22,574	25.9	4,134	9.1	5.2	1.1	12.0	3.9
2018F	54,511	2,120	1,651	18,267	(19.1)	3,047	10.0	6.8	0.9	9.1	4.4
2019F	42,305	3,809	2,535	28,754	57.4	4,760	6.4	3.9	0.9	13.4	5.4
2020F	41,951	5,177	3,463	39,277	36.6	6,134	4.7	2.9	0.8	16.3	7.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 280,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(3/4)	2,191
주가(3/4)	183,500
시가총액(십억원)	16,967
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저(원)	225,500/166,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	45,733
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.6/37.9
주요주주(%)	SK 외 2인 33.4
국민연금	9.7

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.3)	(4.9)	(11.6)
KOSPI 대비(%p)	(0.8)	0.5	(2.8)

### 주가추이

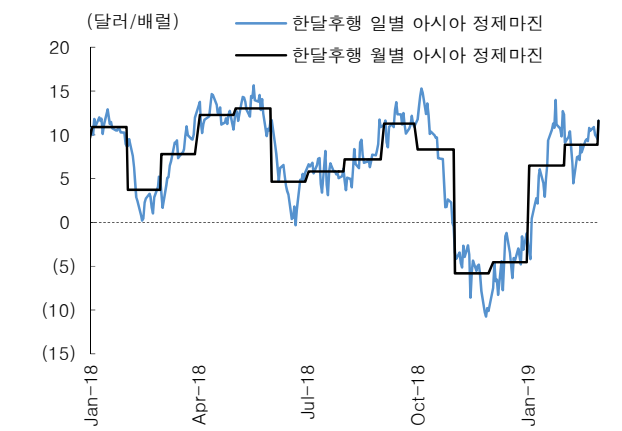


자료: FnGuide

이도연

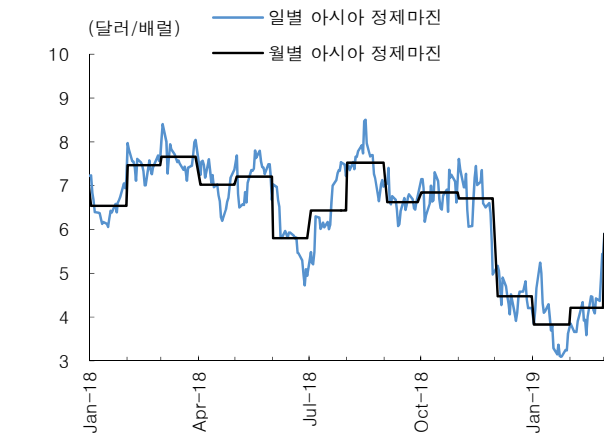
daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] 한달후행 정제마진은 이미 강세전환



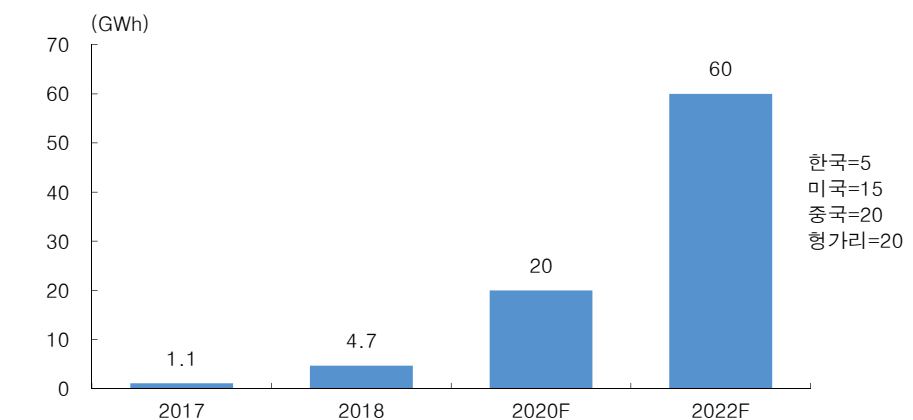
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 2] 스팟 정제마진도 반등시작



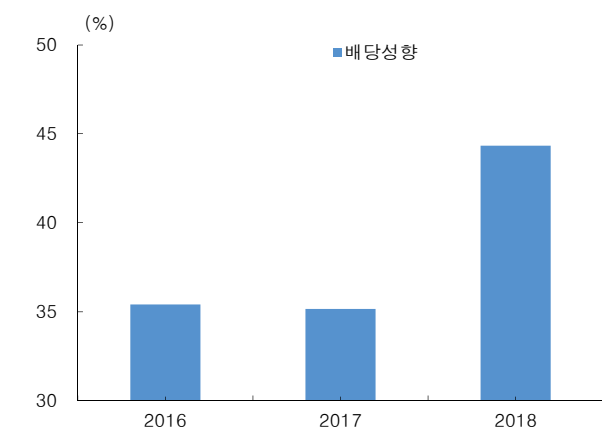
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 3] 전기차 배터리 생산능력은 수주를 바탕으로 급격하게 증가



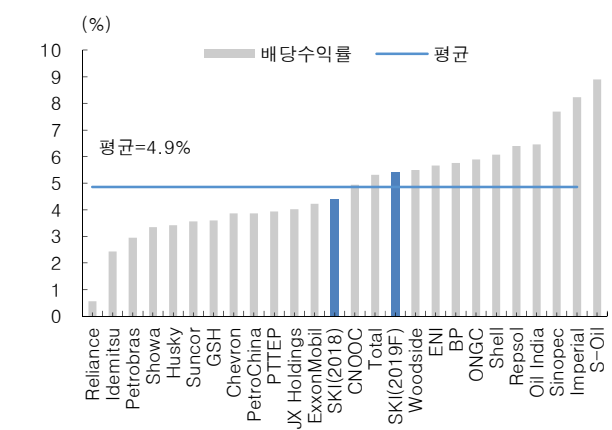
자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 4] 배터리의 고성장과 고배당이 동시에 지속



자료: 한국투자증권

[그림 5] Global peer: 배당수익률 비교(2019F)

주: 3월 4일 종가 기준  
자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 1〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	45,406	42,305	(6.8)	44,982	41,951	(6.7)
영업이익	3,700	3,809	3.0	5,048	5,177	2.6
영업이익률	8.1	9.0	0.9	11.2	12.3	1.1
세전이익	3,739	3,857	3.2	5,129	5,268	2.7
순이익	2,537	2,617	3.1	3,481	3,575	2.7

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	10,495	10,640	10,680	10,489	46,261	54,511	42,305
영업이익	712	852	836	(279)	748	807	1,032	1,223	3,234	2,120	3,809
영업이익률(%)	5.8	6.3	5.6	(2.0)	7.1	7.6	9.7	11.7	7.0	3.9	9.0
순이익	499	499	444	226	506	559	711	841	2,104	1,669	2,617
증가율(% YoY)											
매출액	6.8	27.2	27.2	11.1	(13.7)	(20.8)	(28.6)	(24.8)	17.1	17.8	(22.4)
영업이익	(29.1)	102.2	(13.3)	(133.0)	5.1	(5.3)	23.5	NM	0.2	(34.4)	79.7
순이익	(41.1)	79.3	(34.9)	(23.5)	1.4	12.0	60.0	272.0	25.9	(20.7)	56.8
증가율(% QoQ)											
매출액	(3.1)	10.5	11.3	(6.8)	(24.8)	1.4	0.4	(1.8)			
영업이익	(15.8)	19.7	(1.9)	(133.4)	NM	7.8	27.9	18.5			
순이익	68.9	(0.0)	(11.0)	(49.1)	124.0	10.4	27.1	18.3			
컨센서스 추정 영업이익					502	657	671	687			2,554
차이(%)					49.1	22.8	53.8	77.9			49.2
KIS 추정 영업이익 변화(%)					14.5	(5.8)	4.0	2.1			3.0

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	10,495	10,640	10,680	10,489	46,261	54,511	42,305
정유	8,687	9,773	10,900	9,833	6,885	6,936	6,936	6,936	32,771	39,194	27,693
석유화학	2,439	2,532	2,886	2,828	2,497	2,590	2,634	2,446	9,339	10,684	10,166
유탄유	780	818	823	846	773	777	777	777	3,047	3,266	3,104
E&P 및 기타	260	316	350	441	341	337	333	331	1,103	1,367	1,342
영업이익	712	852	836	(279)	748	807	1,032	1,223	3,234	2,120	3,809
정유	325	533	408	(554)	423	457	627	837	1,502	713	2,344
석유화학	285	238	346	250	288	300	309	273	1,377	1,118	1,171
유탄유	129	126	132	74	112	125	172	188	505	461	597
E&P 및 기타	(27)	(46)	(50)	(48)	(76)	(76)	(76)	(76)	(150)	(171)	(303)
영업이익률(%)	5.8	6.3	5.6	(2.0)	7.1	7.6	9.7	11.7	7.0	3.9	9.0
정유	3.7	5.5	3.7	(5.6)	6.1	6.6	9.0	12.1	4.6	1.8	8.5
석유화학	11.7	9.4	12.0	8.8	11.6	11.6	11.7	11.2	14.7	10.5	11.5
유탄유	16.5	15.4	16.0	8.8	14.5	16.1	22.1	24.2	16.6	14.1	19.2
E&P 및 기타	(10.5)	(14.5)	(14.3)	(11.0)	(22.2)	(22.5)	(22.8)	(22.9)	(13.6)	(12.5)	(22.6)

자료: 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

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

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	14,988	16,219	17,544	14,866	16,134
현금성자산	2,644	2,004	2,499	4,092	5,530
매출채권및기타채권	4,404	5,467	5,151	3,874	3,849
재고자산	4,445	5,979	7,411	4,781	4,643
비유동자산	17,594	18,024	19,293	20,687	22,474
투자자산	2,567	2,820	3,316	3,316	3,316
유형자산	13,603	13,587	13,944	15,189	16,834
무형자산	1,272	1,521	1,941	2,090	2,232
자산총계	32,581	34,244	36,837	35,553	38,608
유동부채	8,737	9,955	10,334	7,488	7,680
매입채무및기타채무	6,473	7,731	6,110	3,941	3,828
단기차입금및단기사채	22	243	241	291	342
유동성장기부채	1,678	1,272	1,030	980	1,250
비유동부채	5,540	4,979	7,203	6,773	6,823
사채	4,123	3,233	3,649	3,269	3,319
장기차입금및금융부채	749	831	1,884	1,834	1,834
부채총계	14,276	14,934	17,537	14,261	14,504
지배주주지분	17,103	18,086	18,025	19,934	22,634
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,766	4,591	4,591	4,591
기타자본	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	10,671	12,042	12,916	14,826	17,526
비지배주주지분	1,202	1,224	1,275	1,358	1,470
자본총계	18,305	19,309	19,300	21,292	24,104

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	3,678	2,180	996	4,705	4,315
당기순이익	1,721	2,145	1,669	2,617	3,575
유형자산감가상각비	799	791	840	851	851
무형자산상각비	115	109	87	99	107
자산부채변동	268	(1,214)	(1,295)	1,426	41
기타	775	349	(305)	(288)	(259)
투자활동현금흐름	(2,056)	(1,066)	335	(1,974)	(2,374)
유형자산투자	(607)	(938)	(1,271)	(2,171)	(2,571)
유형자산매각	40	75	75	75	75
투자자산순증	(1,434)	629	56	371	371
무형자산순증	(55)	(70)	(507)	(249)	(249)
기타	0	(762)	1,982	0	0
재무활동현금흐름	(2,019)	(1,671)	(835)	(1,138)	(504)
자본의증가	0	1	(1,175)	(0)	0
차입금의순증	(1,569)	(911)	1,134	(430)	371
배당금지급	(451)	(757)	(746)	(706)	(872)
기타	1	(4)	(48)	(2)	(3)
기타현금흐름	21	(84)	0	0	0
현금의증가	(375)	(640)	495	1,593	1,438

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

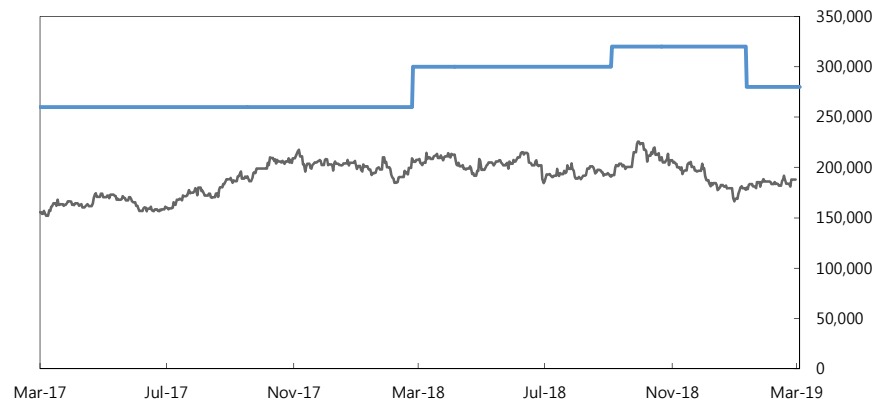
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	39,521	46,261	54,511	42,305	41,951
매출원가	34,562	40,905	50,579	36,997	35,255
매출총이익	4,959	5,356	3,932	5,309	6,696
판매관리비	1,730	2,121	1,812	1,499	1,519
영업이익	3,228	3,234	2,120	3,809	5,177
금융수익	1,792	1,883	2,617	1,303	1,301
이자수익	85	76	79	135	143
금융비용	2,082	2,053	2,357	1,255	1,209
이자비용	253	206	243	282	249
기타영업외손익	(391)	(141)	(312)	(371)	(371)
관계기업관련손익	(124)	311	312	371	371
세전계속사업이익	2,423	3,235	2,380	3,857	5,268
법인세비용	702	1,079	706	1,157	1,580
연결당기순이익	1,721	2,145	1,669	2,617	3,575
지배주주지분순이익	1,671	2,104	1,651	2,535	3,463
기타포괄이익	(10)	(267)	242	0	0
총포괄이익	1,711	1,878	1,911	2,617	3,575
지배주주지분포괄이익	1,661	1,847	1,891	2,538	3,466
EBITDA	4,143	4,134	3,047	4,760	6,134

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	17,934	22,574	18,267	28,754	39,277
BPS	183,956	194,441	193,790	214,164	242,976
DPS	6,400	8,000	8,000	9,887	13,507
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(18.3)	17.1	17.8	(22.4)	(0.8)
영업이익증가율	63.1	0.2	(34.4)	79.7	35.9
순이익증가율	105.1	25.9	(21.5)	53.5	36.6
EPS증가율	105.1	25.9	(19.1)	57.4	36.6
EBITDA증가율	41.3	(0.2)	(26.3)	56.2	28.9
수익성(%)					
영업이익률	8.2	7.0	3.9	9.0	12.3
순이익률	4.2	4.5	3.0	6.0	8.3
EBITDA Margin	10.5	8.9	5.6	11.3	14.6
ROA	5.4	6.4	4.7	7.2	9.6
ROE	10.1	12.0	9.1	13.4	16.3
배당수익률	4.4	3.9	4.4	5.4	7.4
배당성향	35.7	35.4	42.7	34.4	34.4
안정성					
순차입금(십억원)	924	1,327	2,434	411	(656)
차입금/자본총계비율(%)	36.5	29.4	30.8	25.9	24.4
Valuation(X)					
PER	8.2	9.1	10.0	6.4	4.7
PBR	0.8	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.8	5.2	6.8	3.9	2.9

## 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	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 3월 4일 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 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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.