

SK이노베이션(096770)

현재와 미래가 주가를 좌우

지나간 4분기 유가 급락의 후폭풍

2019년 영업이익 추정치를 2.7조원으로 28% 하향하고 목표주가도 252,000원으로 10% 하향한다. 실적하향의 가장 큰 원인은 4분기 유가 급락이 1분기까지 부정적 영향을 미친 점이다. 12월 유가 하락에 따른 재고평가 손실 2,700억원이 4분기에 반영되지 않고 1분기로 이연된 것으로 추정된다. 또한 10~11월의 높은 유가가 1분기의 원가로 반영되어 한달후행 정제마진을 기존 추정치 대비 2.4달러/배럴 낮춘 것으로 보인다. 예상보다 낮은 한달후행 정제마진은 기존 추정치 대비 2,500억원 가량 영업이익 하락요인이다. 그러나 정유부문은 1분기 유가 상승에 따른 재고평가이익이 하락요인을 일부 상쇄해 소폭의 흑자를 기록할 전망이다. 부진한 석유화학 시황과 높은 유가 변동성을 고려해 2분기와 하반기 영업이익 추정치도 20% 약 하향조정했다.

과거보다 현재와 미래 시황이 주가 좌우

그러나 유가 급락으로 얼룩진 지난 4분기와 1분기 이후 실적은 급격하게 개선될 전망이다. 2분기 영업이익은 유가 상승 및 정제마진 개선으로 전분기대비 100% 이상 증가할 것이다. 휘발유 마진은 여름 성수기 진입 전부터 가파르게 개선되고 있고 미중 무역분쟁에 따른 미국의 중국향 원유수출이 재개되면 원가경쟁력은 한 단계 상승한다. 또한 공급측면에서 긍정적인 상황이다. 올해 상업생산을 시작할 것으로 계획됐던 정유설비들이 대부분 지연되고 있다. 사우디 Jazan 400kbpd CDU(Crude Distillate Unit)와 중국 Zhejiang 400kbpd의 경우 내년으로 연기됐다. 말레이시아의 RAPID 300kbpd의 경우도 탈황설비 화재로 상업생산은 4분기로 지연될 가능성이 높다. 중국 Hengli 신규설비 또한 Platts 등에 의하면 본격적인 상업가동은 4월이 아닌 올해 말 정도로 예상하고 있다. 따라서 올해 신규 정유설비 부재로 수급은 매우 타이트해질 가능성이 높아졌다.

매수(유지)

목표주가: 252,000원(하향)

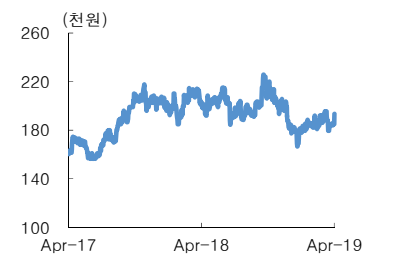
Stock Data

KOSPI(4/15)	2,243
주가(4/15)	193,500
시가총액(십억원)	17,892
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저(원)	225,500/166,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	43,996
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.6/38.1
주요주주(%)	SK 외 2인 33.4
국민연금	9.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.5	(10.0)	(3.7)
KOSPI 대비(%p)	(2.5)	(14.6)	4.9

주가추이



자료: FnGuide

	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	55,884	2,728	1,736	19,688	7.8	3,735	9.8	5.6	0.9	9.3	4.1
2020F	55,554	4,389	2,839	32,204	63.6	5,429	6.0	3.8	0.8	14.0	4.9
2021F	55,444	4,650	3,120	35,391	9.9	5,712	5.5	3.7	0.7	13.8	5.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

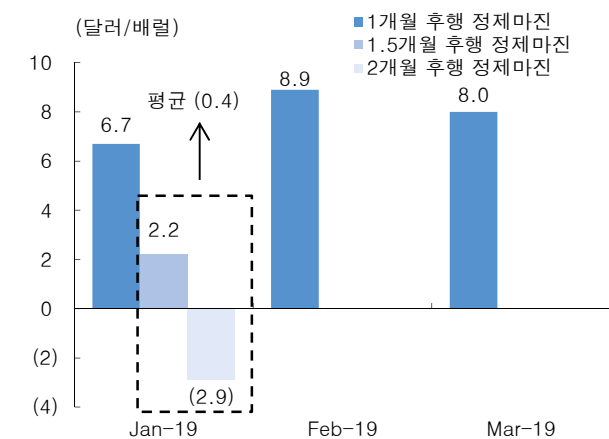
주가가 반영하고 있는 것은?

190,000원선에 걸쳐 있는 현재 주가는 동종업계 ROE-PBR 분석기준상 8%선의 ROE가 지속될 것을 반영하고 있다. 이는 작년 4분기와 올해 1분기에 영향을 미친 유가 급락이 재연되고 정제마진도 역사적 바닥수준에서 뚜렷하게 개선되지 않을 것을 가정한 것과 같다. 그러나 그러한 부정적 상황은 이미 지나갔다. 유가는 이미 상승했고 미국 및 말레이시아 정유사 화재, 신규설비 지연, 미국 수출용 파이프라인 완공 그리고 국제해사기구(IMO)의 황 함유량 규제 등 2분기에서 하반기 사이 정제마진을 상승시킬 요인들은 줄줄이 대기하고 있다.

전기차 배터리 사업 가치도 미반영

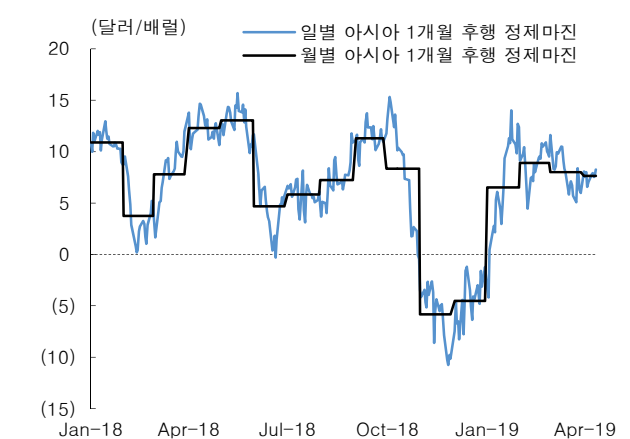
더 중요한 점은 최소 14조원의 가치를 가지고 있는 SK이노베이션의 배터리 관련 사업은 주가에 반영도 하지 않은 점이다. 현대, 기아, 벤츠, VW에 이어 Ford 까지 전기차 배터리 주문을 받아 생산능력은 작년 4.7GWh에서 2022년에는 60GWh에 이를 전망이다. 배터리 분리막은 세계 2위로 작년 영업이익만 870억원을 기록했다. 2022년 전기차 배터리 관련 사업의 EBITDA는 최소 7천억원을 상회할 것으로 전망되며 급격한 성장추세를 감안할 때 적정 EV/EBITDA는 20배 이상을 받아야 한다. 목표주가는 기존사업 가치를 동종업계 ROE-PBR 분석기준으로 215,000원 나머지는 전기차 배터리 가치를 일부 반영했다. 전기차 배터리 가치는 매년 균등하게 상승해 2022년 14조원에 이를 것으로 가정했다. 전기차 배터리 생산능력은 올해 말이면 20GWh로 전년대비 326% 확대된다. 올해 말에서 내년 초 급격한 배터리 가치 상승을 전망한다.

[그림 1] 10~11월 고가 원료가 1분기에 투입



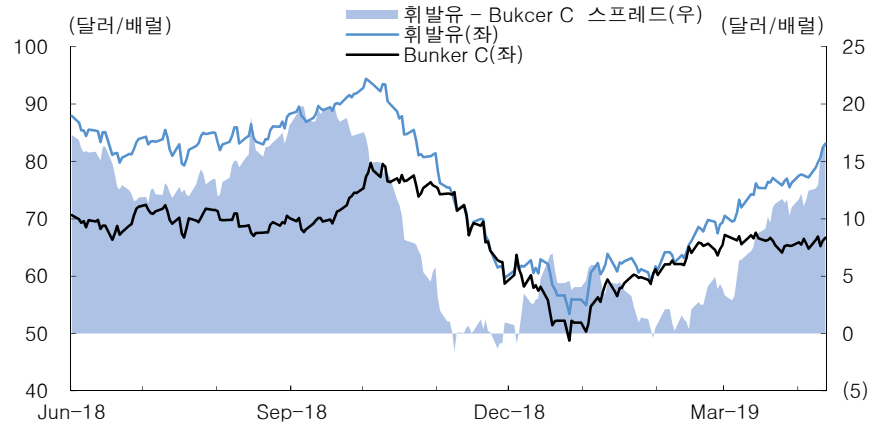
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 2] 유가 상승으로 한달후행 정제마진 회복



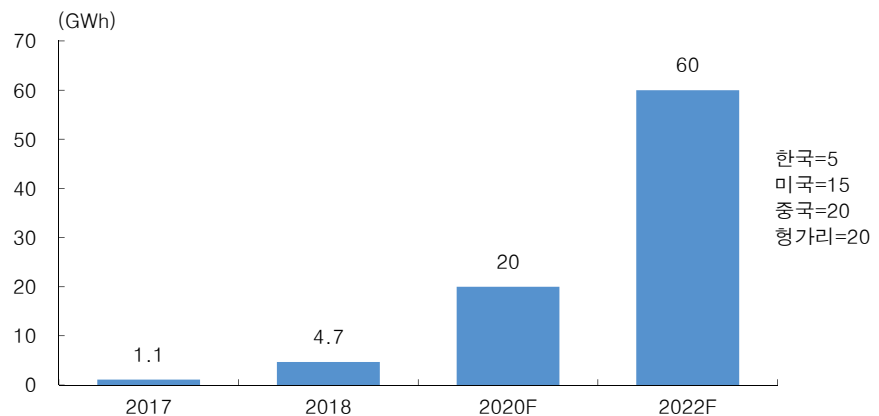
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 3] 휘발유 마진 가파르게 개선 중... 여름 성수기에 더욱 확대될 전망



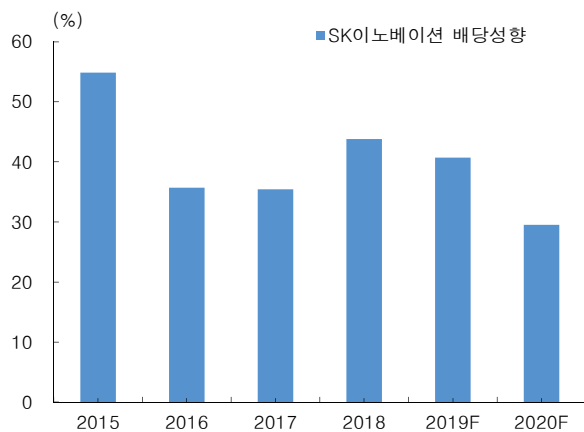
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 4] 전기차 배터리 생산능력은 수주를 바탕으로 급격하게 확대



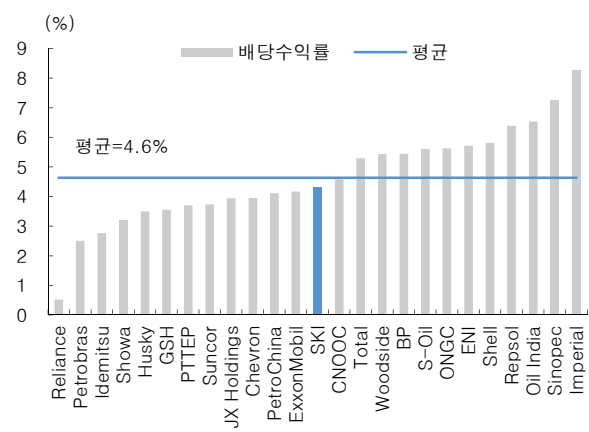
자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 5] 높은 배당성향 지속 중

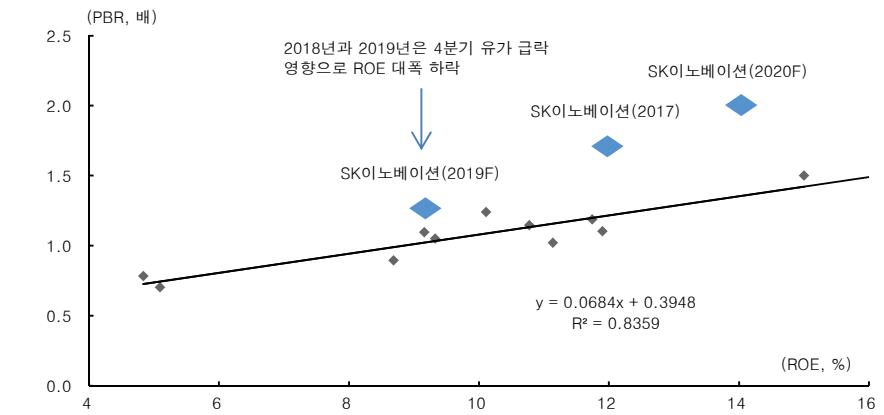


자료: 한국투자증권

[그림 6] 정유업체별 배당수익률(2019F)

주: 4월 12일 종가 기준
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 7] 2019년 동종업체 ROE vs. PBR 분석



주: 4월 9일 종가 기준
자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 1〉 연간 실적 전망 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	42,305	55,884	32.1	41,951	55,554	32.4
영업이익	3,809	2,728	(28.4)	5,177	4,389	(15.2)
영업이익률	9.0	4.9	(4.1)	12.3	7.9	(4.4)
세전이익	3,857	2,641	(31.5)	5,268	4,319	(18.0)
순이익	2,617	1,792	(31.5)	3,575	2,931	(18.0)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	13,901	14,028	14,061	13,894	46,261	54,511	55,884	55,554
영업이익	712	852	836	(281)	296	629	781	1,022	3,234	2,118	2,728	4,389
영업이익률(%)	5.8	6.3	5.6	(2.0)	2.1	4.5	5.6	7.4	7.0	3.9	4.9	7.9
순이익	499	499	444	209	179	416	518	680	2,104	1,651	1,792	2,931
증가율(% YoY)												
매출액	6.8	27.2	27.2	11.1	14.3	4.4	(6.0)	(0.4)	17.1	17.8	2.5	(0.6)
영업이익	(29.1)	102.2	(13.3)	NM	(58.4)	(26.2)	(6.5)	NM	0.2	(34.5)	28.8	60.9
순이익	(41.1)	79.3	(34.9)	(29.3)	(64.2)	(16.7)	16.5	225.8	25.9	(21.5)	8.5	63.6
증가율(% QoQ)												
매출액	(3.1)	10.5	11.3	(6.8)	(0.3)	0.9	0.2	(1.2)				
영업이익	(15.8)	19.7	(1.9)	(133.7)	NM	112.2	24.3	30.8				
순이익	68.9	(0.0)	(11.0)	(53.0)	(14.4)	132.8	24.5	31.4				
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)					366	605	643	659			2,360	2,976
					(19.1)	4.0	21.6	55.0			15.6	47.5
KIS 추정 영업이익 변화(%)					(60.4)	(22.1)	(24.3)	(16.4)			(28.4)	(15.2)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	13,901	14,028	14,061	13,894	46,261	54,511	55,884	55,554
정유	8,687	9,773	10,900	9,833	10,459	10,504	10,504	10,504	32,771	39,194	41,972	42,018
석유화학	2,439	2,532	2,886	2,828	2,164	2,246	2,284	2,120	9,339	10,684	8,814	8,511
운활유	780	818	823	846	843	848	848	848	3,047	3,266	3,386	3,391
E&P 및 기타	260	316	350	441	434	430	425	422	1,103	1,367	1,711	1,635
영업이익	712	852	836	(281)	296	629	781	1,022	3,234	2,118	2,728	4,389
정유	325	533	408	(558)	17	341	453	693	1,502	709	1,504	3,307
석유화학	285	238	346	249	251	246	273	273	1,377	1,118	1,043	763
운활유	129	126	132	74	53	92	125	150	505	461	420	697
E&P 및 기타	(27)	(46)	(50)	(47)	(25)	(50)	(70)	(94)	(150)	(170)	(239)	(378)
영업이익률(%)	5.8	6.3	5.6	(2.0)	2.1	4.5	5.6	7.4	7.0	3.9	4.9	7.9
정유	3.7	5.5	3.7	(5.7)	0.2	3.2	4.3	6.6	4.6	1.8	3.6	7.9
석유화학	11.7	9.4	12.0	8.8	11.6	10.9	12.0	12.9	14.7	10.5	11.8	9.0
운활유	16.5	15.4	16.0	8.7	6.3	10.9	14.7	17.7	16.6	14.1	12.4	20.6
E&P 및 기타	(10.5)	(14.5)	(14.3)	(10.7)	(5.8)	(11.6)	(16.5)	(22.4)	(13.6)	(12.4)	(14.0)	(23.1)

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	16,104	15,696	15,699
현금성자산	2,004	1,856	1,876	1,616	1,621
매출채권및기타채권	5,467	5,333	4,443	4,422	4,432
재고자산	5,980	6,180	5,574	5,454	5,409
비유동자산	18,030	19,333	20,975	22,985	24,971
투자자산	2,820	3,424	3,425	3,425	3,425
유형자산	13,596	13,798	15,034	16,662	18,290
무형자산	1,501	2,007	2,413	2,795	3,154
자산총계	34,250	36,085	37,080	38,681	40,670
유동부채	9,955	8,941	8,398	8,863	8,477
매입채무및기타채무	7,731	7,115	4,194	4,104	4,070
단기차입금및단기사채	243	154	204	255	306
유동성장기부채	1,272	1,222	980	1,500	2,020
비유동부채	4,986	7,817	8,214	7,034	7,034
사채	3,233	5,471	4,971	3,791	3,791
장기차입금및금융부채	831	1,178	1,506	1,506	1,507
부채총계	14,941	16,757	16,612	15,897	15,511
지배주주지분	18,086	18,124	19,208	21,432	23,709
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	5,766	5,766	5,766
기타자본	(136)	(1,137)	(1,138)	(1,137)	(1,138)
이익잉여금	12,042	12,930	14,014	16,238	18,516
비지배주주지분	1,224	1,204	1,260	1,352	1,450
자본총계	19,309	19,328	20,468	22,784	25,159

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	2,180	1,728	2,784	3,939	3,245
당기순이익	2,145	1,710	1,792	2,931	3,218
유형자산감가상각비	791	846	876	885	885
무형자산상각비	109	93	131	155	178
자산부채변동	(1,214)	(1,154)	215	42	(954)
기타	349	233	(230)	(74)	(82)
투자활동현금흐름	(1,066)	(2,477)	(1,692)	(2,883)	(2,870)
유형자산투자	(938)	(1,279)	(2,149)	(2,549)	(2,549)
유형자산매각	75	37	37	37	37
투자자산순증	629	(794)	167	167	180
무형자산순증	(70)	(209)	(537)	(537)	(537)
기타	(762)	(232)	790	(1)	(1)
재무활동현금흐름	(1,671)	586	(1,072)	(1,316)	(370)
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	(911)	2,409	(363)	(609)	571
배당금지급	(757)	(822)	(708)	(706)	(837)
기타	(4)	(1,001)	(1)	(1)	(104)
기타현금흐름	(84)	15	0	0	0
현금의증가	(640)	(148)	20	(260)	5

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

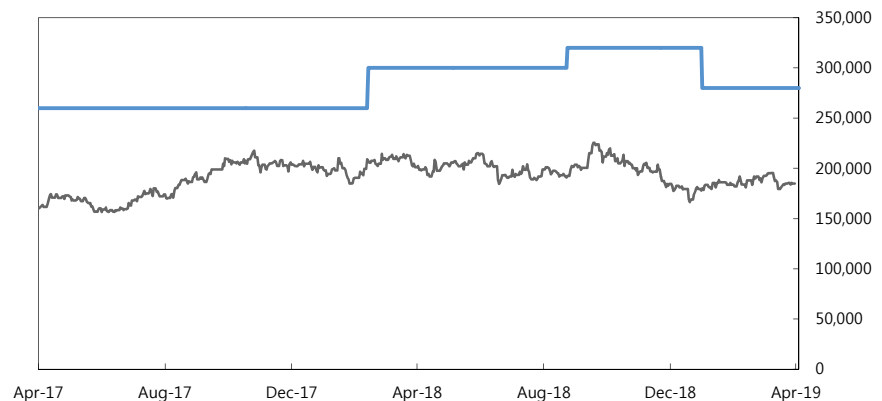
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	46,163	54,511	55,884	55,554	55,444
매출원가	40,825	50,529	51,223	49,213	48,815
매출총이익	5,338	3,982	4,660	6,342	6,629
판매관리비	2,116	1,864	1,933	1,953	1,980
영업이익	3,222	2,118	2,728	4,389	4,650
금융수익	1,882	3,181	1,265	1,193	1,019
이자수익	76	88	161	97	99
금융비용	2,051	2,949	1,352	1,262	1,251
이자비용	206	260	380	302	291
기타영업외손익	(141)	(103)	(167)	(167)	(166)
관계기업관련손익	311	155	167	167	180
세전속사업이익	3,224	2,402	2,641	4,319	4,597
법인세비용	1,076	705	792	1,296	1,379
연결당기순이익	2,145	1,710	1,792	2,931	3,218
지배주주지분순이익	2,104	1,651	1,736	2,839	3,120
기타포괄이익	(267)	110	0	0	0
총포괄이익	1,878	1,820	1,792	2,931	3,218
지배주주지분포괄이익	1,847	1,758	1,738	2,842	3,120
EBITDA	4,122	3,057	3,735	5,429	5,712

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	22,574	18,267	19,688	32,204	35,391
BPS	194,441	205,544	217,106	240,837	265,135
DPS	8,000	8,000	8,000	9,486	10,105
성장성(% , YoY)					
매출증가율	16.8	18.1	2.5	(0.6)	(0.2)
영업이익증가율	(0.2)	(34.3)	28.8	60.9	5.9
순이익증가율	25.9	(21.5)	5.1	63.6	9.9
EPS증가율	25.9	(19.1)	7.8	63.6	9.9
EBITDA증가율	(0.5)	(25.8)	22.2	45.4	5.2
수익성(%)					
영업이익률	7.0	3.9	4.9	7.9	8.4
순이익률	4.6	3.0	3.1	5.1	5.6
EBITDA Margin	8.9	5.6	6.7	9.8	10.3
ROA	6.4	4.9	4.9	7.7	8.1
ROE	12.0	9.1	9.3	14.0	13.8
배당수익률	3.9	4.5	4.1	4.9	5.2
배당성향	35.4	42.9	40.7	29.5	28.6
안정성					
순차입금(십억원)	1,327	3,436	2,734	2,385	2,951
차입금/자본총계비율(%)	29.4	41.8	35.6	29.3	28.8
Valuation(X)					
PER	9.1	9.8	9.8	6.0	5.5
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.2	6.6	5.6	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 4월 15일 현재 SK이노베이션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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

- 매수 : 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 (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
- 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.