

# SK이노베이션(096770)

## 묵묵히 걸어가는 길

재고평가손실이 이월되며 정유부문 적자 지속  
그러나 낮은 원가가 다시 이월되며 2분기 실적은 대폭 개선될 전망  
배터리와 분리막의 가파른 성장에도 주목할 시점

### Facts : 유가회복 대비 실망스러운 실적

1분기 영업이익은 컨센서스 수준인 3,311억원으로 전년동기대비 54% 감소하고 전분기대비 흑자전환했다. 당사 추정치 대비로는 12% 상회했는데, 이는 석유화학 부문의 판매량 증가와 재고평가이익으로 영업이익이 전분기대비 28% 개선되었기 때문이다. 한편 유가회복에도 불구하고 작년 12월에서 올해로 이연된 재고평가손실로 인해 1분기 정유부문의 재고평가손실은 228억원을 기록했다. SK이노베이션은 현 수준의 유가가 지속될 경우 1,500억원 수준의 재고평가이익이 2분기에 인식될 것으로 전망했다.

### Pros & cons : 높은 원가 1분기에 투입.... 낮은 원가 2분기로 이월

정유부문은 영업적자 63억원으로 당사 추정치를 109억원 하회했다. 10월 및 11월의 높은 유가가 투입되며 한달후행 정제마진도 1분기 평균 대비 2.5달러/배럴 낮은 5.4달러/배럴을 기록한 것으로 추정된다. 2분기에는 반대로 재고평가이익뿐만 아니라 낮은 유가가 지연되어 투입되며 한달후행 정제마진 대비 실질마진은 더욱 확대될 전망이다. 4월 평균 한달후행 정제마진은 8.1달러/배럴로 SK이노베이션의 1분기 평균 대비 50% 이상 개선된 것으로 추정된다. 한편 전기차 배터리 영업적자는 869억원으로 전분기대비 238억원 축소되고 배터리 분리막이 주력제품인 소재부문의 영업이익은 305억원으로 전분기대비 20% 개선되었다. SK이노베이션은 실적 컨퍼런스를 통해 배터리 수주잔고가 430GWh로 50조원 이상의 수주를 확보했고 배터리부문이 2021년에 손익분기점에 도달할 것이라 전망했다.

### Action : 잠재 상승여력은 하반기 및 2020년에 현실화 전망

유가회복을 감안하면 실망스러운 1분기 실적이다. 그러나 매수기회라 판단하는 이유는 세가지다. 첫째, 2분기 영업이익은 큰 폭으로 개선될 전망이다. 낮은 원가가 2분기로 이월되며 재고평가이익에 한달후행 정제마진 확대가 가세된다. 둘째, 국제해사기구(IMO)의 긍정적 환경변화와 맞물려 SK이노베이션의 신규 탈황설비(VRDS)가 내년 2분기에는 가동될 전망이다. 마지막으로 배터리 및 분리막의 가파른 성장은 주가에 미반영된 상태다. 중장기적 re-rating 요인에 집중할 시기다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 252,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(4/24)	2,201
주가(4/24)	193,500
시가총액(십억원)	17,892
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저(원)	225,500/166,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	43,615
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.6/38.4
주요주주(%)	SK 외 2 인 33.4
	국민연금 9.7

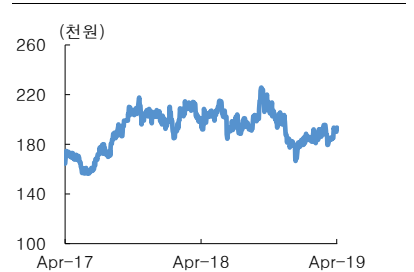
### Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	9.8	9.5	5.8
PBR(x)	0.9	0.9	0.8
ROE(%)	9.1	9.7	14.5
DY(%)	4.5	4.1	4.9
EV/EBITDA(x)	6.6	5.5	3.7
EPS(원)	18,267	20,436	33,539
BPS(원)	205,544	217,208	241,211

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.0)	(6.5)	(3.0)
KOSPI 대비(%p)	(1.7)	(11.5)	7.7

### 주가추이



자료: FnGuide

### 이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	12,166.1	13,438.0	14,958.7	13,948.1	12,400.2	(11.1)	1.9	12,574.5
영업이익	711.6	851.6	835.8	(281.5)	331.1	NM	(53.5)	342.4
영업이익률	5.8	6.3	5.6	(2.0)	2.7	NM	(3.1)	2.7
세전이익	678.9	738.6	684.2	300.7	304.8	2.4	(54.7)	304.0
순이익	458.3	499.2	444.3	249.7	195.8	(23.6)	(58.4)	223.4

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	55,884	50,321	(10.0)	55,554	50,083	(9.8)
영업이익	2,728	2,731	0.1	4,389	4,405	0.4
영업이익률	4.9	5.4	0.5	7.9	8.8	0.9
세전이익	2,641	2,671	1.2	4,319	4,357	0.9
순이익	1,792	1,802	0.5	2,931	2,957	0.9

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	12,400	12,678	12,717	12,525	50,908	54,511	50,321	50,083
영업이익	712	852	836	(281)	331	622	758	1,020	4,233	2,118	2,731	4,405
영업이익률(%)	5.8	6.3	5.6	(2.0)	2.7	4.9	6.0	8.1	8.3	3.9	5.4	8.8
순이익	499	499	444	209	198	416	506	683	2,518	1,651	1,802	2,957
증가율(% YoY)												
매출액	6.8	27.2	27.2	11.1	1.9	(5.7)	(15.0)	(10.2)	28.8	7.1	(7.7)	(0.5)
영업이익	(29.1)	102.2	(13.3)	NM	(53.5)	(27.0)	(9.3)	NM	31.1	(50.0)	29.0	61.3
순이익	(41.1)	79.3	(34.9)	(29.3)	(60.4)	(16.7)	13.8	227.0	50.7	(34.4)	9.1	64.1
증가율(% QoQ)												
매출액	(3.1)	10.5	11.3	(6.8)	(11.1)	2.2	0.3	(1.5)				
영업이익	(15.8)	19.7	(1.9)	NM	NM	87.9	21.9	34.5				
순이익	68.9	(0.0)	(11.0)	(53.0)	(5.3)	110.4	21.6	35.0				
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)					336	593	632	645			2,276	2,890
					(1.6)	5.0	20.1	58.1			20.0	52.4
KIS 추정 영업이익 변화(%)					11.8	(1.1)	(2.9)	(0.2)			0.1	0.4

자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 4〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	12,400	12,678	12,717	12,525	46,261	54,511	50,321	50,083
정유	8,687	9,773	10,900	9,833	8,760	8,805	8,805	8,805	32,771	39,194	35,175	35,221
석유화학	2,439	2,532	2,886	2,828	2,502	2,595	2,639	2,450	9,339	10,684	10,187	9,836
유탄유	780	818	823	846	757	848	848	848	3,047	3,266	3,300	3,391
E&P 및 기타	260	316	350	441	383	430	425	422	1,103	1,367	1,660	1,635
영업이익	712	852	836	(281)	331	622	758	1,020	3,234	2,118	2,731	4,405
정유	325	533	408	(558)	(6)	349	461	701	1,502	709	1,505	3,340
석유화학	285	238	346	249	320	253	273	273	1,377	1,118	1,119	763
유탄유	129	126	132	74	47	61	75	121	505	461	304	686
E&P 및 기타	(27)	(46)	(50)	(47)	(30)	(41)	(51)	(75)	(150)	(170)	(197)	(384)
영업이익률(%)	5.8	6.3	5.6	(2.0)	2.7	4.9	6.0	8.1	7.0	3.9	5.4	8.8
정유	3.7	5.5	3.7	(5.7)	(0.1)	4.0	5.2	8.0	4.6	1.8	4.3	9.5
석유화학	11.7	9.4	12.0	8.8	12.8	9.8	10.3	11.1	14.7	10.5	11.0	7.8
유탄유	16.5	15.4	16.0	8.7	6.2	7.2	8.8	14.3	16.6	14.1	9.2	20.2
E&P 및 기타	(10.5)	(14.5)	(14.3)	(10.7)	(7.8)	(9.5)	(12.0)	(17.8)	(13.6)	(12.4)	(11.9)	(23.5)

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	15,375	14,987	15,021
현금성자산	2,004	1,856	2,337	2,105	2,143
매출채권및기타채권	5,467	5,333	4,005	3,982	3,992
재고자산	5,980	6,180	4,973	4,847	4,802
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	36,350	37,971	39,992
유동부채	9,955	8,941	7,649	8,108	7,721
매입채무및기타채무	7,731	7,115	3,742	3,648	3,613
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	1,508	1,508	1,508
부채총계	14,941	16,757	15,863	15,142	14,755
지배주주지분	18,086	18,124	19,218	21,467	23,775
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	14,024	16,273	18,582
비지배주주지분	1,224	1,204	1,270	1,363	1,462
자본총계	19,309	19,328	20,487	22,830	25,237

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	2,180	1,728	3,307	4,060	3,280
당기순이익	2,145	1,710	1,868	3,050	3,248
유형자산감가상각비	791	846	876	885	885
무형자산상각비	109	93	131	155	178
자산부채변동	(1,214)	(1,154)	652	44	(954)
기타	349	233	(220)	(74)	(77)
투자활동현금흐름	(1,066)	(2,477)	(1,690)	(2,883)	(2,873)
유형자산투자	(938)	(1,279)	(2,149)	(2,549)	(2,549)
유형자산매각	75	37	37	37	37
투자자산순증	629	(794)	167	167	176
무형자산순증	(70)	(209)	(537)	(537)	(537)
기타	(762)	(232)	792	(1)	0
재무활동현금흐름	(1,671)	586	(1,137)	(1,409)	(368)
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	(911)	2,409	(362)	(609)	571
배당금지급	(757)	(822)	(708)	(706)	(837)
기타	(4)	(1,001)	(67)	(94)	(102)
기타현금흐름	(84)	15	0	0	0
현금의증가	(640)	(148)	481	(232)	38

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

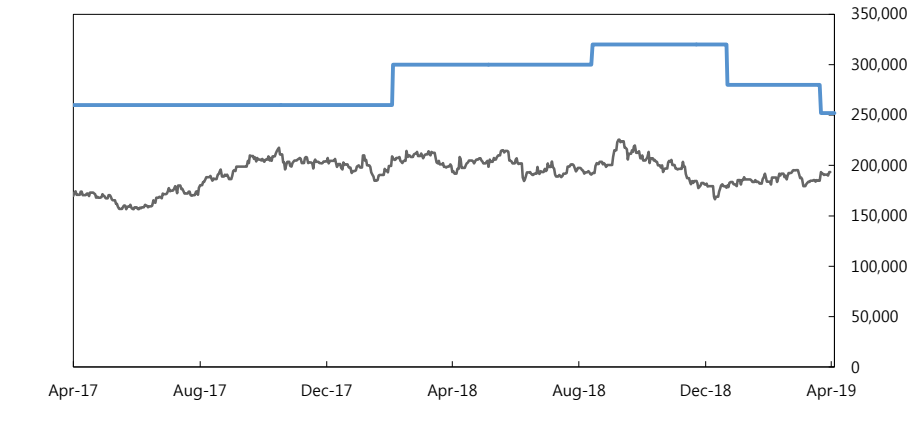
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	46,163	54,511	50,321	50,083	49,940
매출원가	40,825	50,529	45,788	43,854	43,418
매출총이익	5,338	3,982	4,533	6,229	6,522
판매관리비	2,116	1,864	1,802	1,824	1,850
영업이익	3,222	2,118	2,731	4,405	4,672
금융수익	1,882	3,181	1,285	1,215	1,042
이자수익	76	88	180	119	122
금융비용	2,051	2,949	1,345	1,262	1,251
이자비용	206	260	380	302	291
기타영업외손익	(141)	(103)	(167)	(167)	(166)
관계기업관련손익	311	155	167	167	176
세전계속사업이익	3,224	2,402	2,671	4,357	4,640
법인세비용	1,076	705	803	1,307	1,392
연결당기순이익	2,145	1,710	1,868	3,050	3,248
지배주주지분순이익	2,104	1,651	1,802	2,957	3,149
기타포괄이익	(267)	110	0	0	0
총포괄이익	1,878	1,820	1,868	3,050	3,248
지배주주지분포괄이익	1,847	1,758	1,802	2,957	3,149
EBITDA	4,122	3,057	3,738	5,445	5,735

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	22,574	18,267	20,436	33,539	35,716
BPS	194,441	205,544	217,208	241,211	265,843
DPS	8,000	8,000	8,000	9,486	9,486
성장성(%, YoY)					
매출증가율	16.8	18.1	(7.7)	(0.5)	(0.3)
영업이익증가율	(0.2)	(34.3)	29.0	61.3	6.1
순이익증가율	25.9	(21.5)	9.1	64.1	6.5
EPS증가율	25.9	(19.1)	11.9	64.1	6.5
EBITDA증가율	(0.5)	(25.8)	22.3	45.6	5.3
수익성(%)					
영업이익률	7.0	3.9	5.4	8.8	9.4
순이익률	4.6	3.0	3.6	5.9	6.3
EBITDA Margin	8.9	5.6	7.4	10.9	11.5
ROA	6.4	4.9	5.2	8.2	8.3
ROE	12.0	9.1	9.7	14.5	13.9
배당수익률	3.9	4.5	4.1	4.9	4.9
배당성향	35.4	42.9	39.2	28.3	26.6
안정성					
순차입금(십억원)	1,327	3,434	2,273	1,896	2,429
차입금/자본총계비율(%)	29.4	41.8	35.5	29.2	28.7
Valuation(X)					
PER	9.1	9.8	9.5	5.8	5.4
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.2	6.6	5.5	3.7	3.6

## 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 25일 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.