

Company Analysis

SK이노베이션 096770

Feb 03, 2019

4Q Re.정제마진 반등 전망에 적극적인 주주환원책 더해져

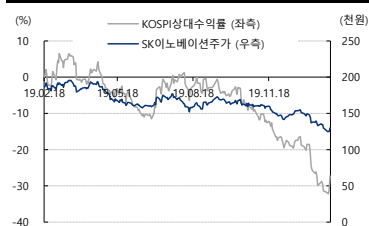
Buy (유지)

TP 180,000 원 (하향)

Company Data

현재가(01/31)	130,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	195,500 원
52 주 최저가(보통주)	125,000 원
KOSPI (01/31)	2,119.01p
KOSDAQ (01/31)	642.48p
자본금	4,686 억원
시가총액	121,363 억원
발행주식수(보통주)	9,247 만주
발행주식수(우선주)	125 만주
평균거래량(60 일)	47.8 만주
평균거래대금(60 일)	643 억원
외국인지분(보통주)	33.31%
주요주주	
SK 외 1 인	33.41%
국민연금공단	10.04%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.3	-24.0	-31.0
상대주가	-10.1	-27.4	-28.2



정유/화학/태양광 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

4Q19 영업이익 컨센서스 40% 하회

4Q19 영업이익은 1,225억원(QoQ -63%, YoY 흑전)으로 컨센서스(2,049억원)를 40% 하회했다. 영업이익이 컨센서스를 하회한 이유는 화학 부문의 실적이 부진했기 때문이다. 이는 HDPE/PP/PX 마진(QoQ -34%/-21%/-21%) 등 석유 화학 제품의 마진이 전분기 대비 급락한 영향이다. 반면 석유 부문 실적은 재고관련 손익(+1,162억원) 발생하며 1,114억원(QoQ +69%)을 기록하며 우려 대비 양호한 실적을 기록하였다. 참고로 영업외에서 파생관련 손실(-1,822억원), 광구 손상차손(-2,888억원) 등 큰 손실이 발생하며 세전이익(-4,250억원)단에서 대규모 손실을 기록했다.

1Q20 영업이익 QoQ -24% 전망하나 정제마진은 완전한 회복세 예상

1Q20 영업이익은 931억원(QoQ -24%, YoY -72%)으로 소폭 감익을 전망한다. 실적 추정에는 연말 대비 정제마진이 급락하였으며 PX 등 주력 화학 제품의 마진이 회복이 더딘 상황을 고려하였다. 다만 중국 등 아시아 정유사들의 가동률이 하향 조정됨에 따라 정제마진은 점차 회복(복합 정제마진 기준 1Q QoQ +0\$/bbl, 2Q QoQ +3\$/bbl) 될 것으로 예상한다. 신종 코로나 바이러스 사태로 인한 운송용 연료 수요 예측이 불확실한 상황이나 중국 정유설비들의 가동률도 이 동시에 하향 조정되며 수급에 부정적인 영향은 제한적일 것으로 판단된다. PX 마진은 중국의 PTA 신규설비가 가동되는 3분기부터 회복될 것으로 전망한다.

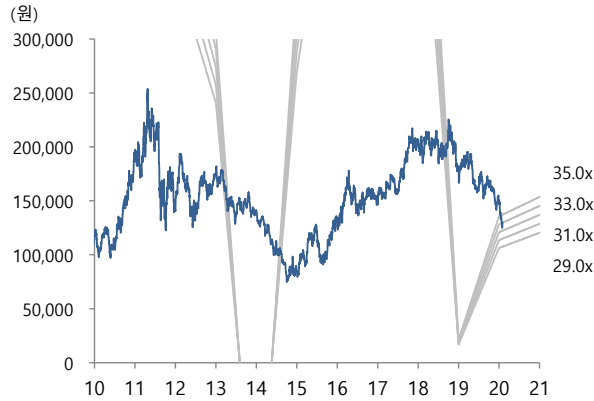
목표주가 180,000원 하향, ROE 크게 하락 반영

BUY는 유지하고, TP는 24만원에서 18만원으로 하향 조정한다. 4분기 큰 규모의 당기순손실로 ROE가 크게 하락한 점을 목표주가 산정에 반영하였다. 다만 이번 실적과 함께 발표된 자사주 매입(5% 규모)과 같은 적극적인 주주 친화적인 정책은 최근의 주가 급락세를 진정시키고 기업가치 방어하는데 효과적일 것으로 판단한다.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2017.12	2018.12	2019.12E	2020.12E	2021.12E
매출액(십억원)	46,163	54,511	49,665	48,732	50,581
YoY(%)	16.8	18.1	-8.9	-1.9	3.8
영업이익(십억원)	3,222	2,118	1,278	678	796
OP 마진(%)	7.0	3.9	2.6	1.4	1.6
순이익(십억원)	2,145	1,710	66	361	408
EPS(원)	22,643	17,752	578	3,666	4,153
YoY(%)	25.9	-21.6	-96.7	534.0	13.3
PER(배)	9.0	10.1	259.4	35.5	31.3
PCR(배)	4.6	4.5	7.9	5.4	5.3
PBR(배)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	5.2	7.0	8.6	11.6	11.8
ROE(%)	12.0	9.1	0.4	2.0	2.3

[도표 1] SK 이노베이션 12M fwd PER BAND Chart



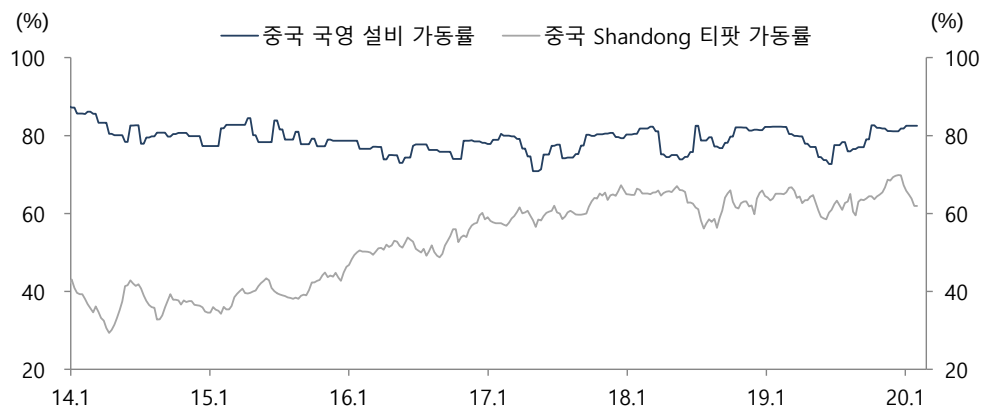
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] SK 이노베이션 12M fwd PBR BAND Chart



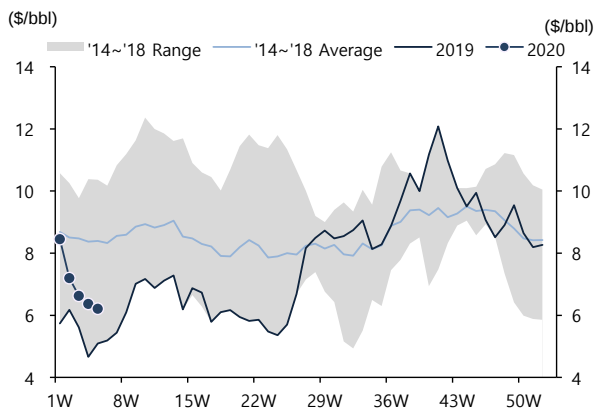
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 중국 Teapot 가동률 조정 중, 국영 설비도 가동률 조정 가능성 높아



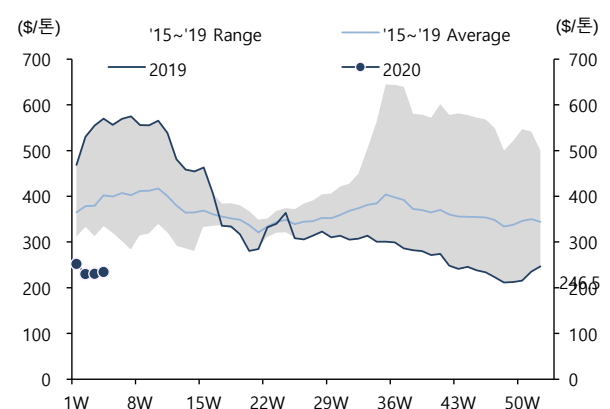
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 아시아 복합정제마진 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 아시아 PX 마진 추이



자료: 교보증권 리서치센터

실적 추정

[표 4] SK 이노베이션 실적 추정

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F		2018	2019F	2020F
매출액	12,400	13,104	12,373	11,789	12,122	11,989	12,171	12,450		54,511	49,665	48,732
QoQ(%)	-11.1%	5.7%	-5.6%	-4.7%	2.8%	-1.1%	1.5%	2.3%				
YoY(%)	1.9%	-2.5%	-17.3%	-15.5%	-2.2%	-8.5%	-1.6%	5.6%		16.4%	-8.9%	-1.9%
석유사업	8,760	9,464	8,682	8,463	8,657	8,657	8,671	8,691		39,194	35,368	34,677
화학사업	2,502	2,420	2,458	2,163	2,261	2,278	2,305	2,337		10,684	9,543	9,180
윤활유사업	757	847	811	700	693	693	693	693		3,266	3,115	2,771
석유개발	176	164	164	165	172	17	17	17		755	669	224
기타	207	210	257	297	339	344	485	712		612	971	1,880
영업이익	331	498	326	123	93	214	188	182		2,120	1,278	678
OPM(%)	2.7%	3.8%	2.6%	1.0%	0.8%	1.8%	1.5%	1.5%		3.9%	2.6%	1.4%
QoQ(%)	흑전	50.3%	-34.4%	-62.5%	-24.0%	130.4%	-12.1%	-3.5%		0.0%	0.0%	0.0%
YoY(%)	-53.5%	-41.6%	-61.0%	흑전	-71.9%	-56.9%	-42.3%	48.4%		-34.4%	-39.7%	-47.0%
석유사업	-6	279	66	111	70	221	186	171		713	450	648
OPM(%)	-0.1%	3.0%	0.8%	1.3%	0.8%	2.6%	2.1%	2.0%		1.8%	1.3%	1.9%
QoQ(%)	적지	흑전	-76.4%	69.0%	-36.8%	213.7%	-16.1%	-7.7%		0.0%	0.0%	0.0%
YoY(%)	적전	-47.6%	-83.9%	흑전	흑전	-20.9%	181.5%	53.7%		-52.5%	-36.9%	44.0%
화학사업	320	185	194	7	25	25	27	28		1,118	706	105
OPM(%)	12.8%	7.6%	7.9%	0.3%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%		10.5%	7.4%	1.1%
QoQ(%)	28.4%	-42.4%	4.9%	-96.2%	237.2%	3.6%	4.8%	5.1%		0.0%	0.0%	0.0%
YoY(%)	12.5%	-22.4%	-44.0%	-97.1%	-92.3%	-86.2%	-86.2%	284.5%		-18.9%	-36.9%	-85.1%
윤활유사업	47	78	90	87	89	92	95	95		461	302	371
OPM(%)	6.2%	9.2%	11.1%	12.4%	12.8%	13.3%	13.7%	13.8%		14.1%	9.7%	13.4%
QoQ(%)	-36.4%	66.0%	15.0%	-3.3%	2.3%	3.4%	3.1%	0.8%		0.0%	0.0%	0.0%
YoY(%)	-63.4%	-38.0%	-31.9%	17.4%	88.7%	17.5%	5.4%	9.9%		-8.8%	-34.4%	22.8%
석유개발	55	51	49	41	43	4	4	4		256	196	56
OPM(%)	31.5%	31.1%	29.6%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%		33.9%	29.3%	24.9%
QoQ(%)	-30.7%	-7.9%	-4.9%	-15.1%	4.2%	-90.0%	0.2%	0.2%		0.0%	0.0%	0.0%
YoY(%)	23.7%	-14.0%	-32.5%	-48.4%	-22.5%	-91.6%	-91.1%	-89.5%		35.8%	-23.3%	-71.5%
기타	-85	-96	-72	-124	-134	-128	-123	-117		-427	-377	-502
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지		0.0%	0.0%	0.0%
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지		0.0%	0.0%	33.4%
당기순이익	224	271	174	-603	31	118	100	95		1,642	66	361
이익률(%)	1.8%	2.1%	1.4%	-5.1%	0.3%	1.0%	0.8%	0.8%		3.0%	0.1%	0.7%
QoQ(%)	242.0%	21.2%	-35.8%	적전	흑전	275.7%	-15.7%	-4.8%		-28.1%	-96.0%	449.4%
YoY(%)	-58.8%	-53.1%	-61.6%	적전	-85.9%	-56.4%	-42.8%	흑전		1043.0%	-93.4%	-80.3%
지배순이익	217	260	152	-587	31	115	97	92		1,651	64	349

자료: 교보증권 리서치센터

[SK이노베이션 096770]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	46,163	54,511	49,665	48,732	50,581
매출원가	40,825	50,529	46,689	46,388	48,055
매출총이익	5,338	3,982	2,976	2,344	2,526
매출총이익률 (%)	11.6	7.3	6.0	4.8	5.0
판매비와관리비	2,116	1,864	1,698	1,666	1,730
영업이익	3,222	2,118	1,278	678	796
영업이익률 (%)	7.0	3.9	2.6	1.4	1.6
EBITDA	4,122	3,057	2,130	1,454	1,503
EBITDA Margin (%)	8.9	5.6	4.3	3.0	3.0
영업외손익	2	285	-366	-184	-237
관계기업손익	311	155	245	175	205
금융수익	1,882	3,181	3,107	3,107	3,146
금융비용	-2,051	-2,949	-2,943	-3,378	-3,498
기타	-141	-103	-776	-89	-89
법인세비용차감전순이익	3,224	2,402	451	493	559
법인세비용	1,076	705	398	145	164
계속사업순이익	2,147	1,697	53	348	395
중단사업순이익	-2	13	13	13	13
당기순이익	2,145	1,710	66	361	408
당기순이익률 (%)	4.6	3.1	0.1	0.7	0.8
비지배지분순이익	41	59	2	12	14
지배지분순이익	2,104	1,651	64	349	394
지배순이익률 (%)	4.6	3.0	0.1	0.7	0.8
매도가능금융자산평가	25	0	0	0	0
기타포괄이익	-292	110	110	110	110
포괄순이익	1,878	1,820	176	471	518
비지배지분포괄이익	31	62	6	16	18
지배지분포괄이익	1,847	1,758	170	455	501

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2,180	1,728	1,441	1,301	943
당기순이익	2,145	1,710	66	361	408
비현금항목의 가감	1,992	2,013	1,696	1,872	1,874
감가상각비	791	846	766	694	629
외환손익	-75	-26	127	127	127
자본법평가손익	-171	-150	-245	-175	-205
기타	1,447	1,344	1,047	1,225	1,323
자산부채의 증감	-1,214	-1,154	281	-149	-454
기타현금흐름	-743	-841	-601	-783	-885
투자활동 현금흐름	-1,066	-2,477	-1,523	-1,626	-1,748
투자자산	-133	-314	-268	-268	-268
유형자산	-938	-1,279	0	0	0
기타	6	-883	-1,255	-1,357	-1,479
재무활동 현금흐름	-1,671	586	1,802	383	3,026
단기차입금	223	-90	-90	-90	-90
사채	-1,134	2,499	2,499	2,499	2,499
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-757	-822	-708	-706	-706
기타	-3	-1,001	101	-1,320	1,323
현금의 증감	-640	-148	2,147	13	2,066
기초 현금	2,644	2,004	1,856	4,003	4,016
기말 현금	2,004	1,856	4,003	4,016	6,082
NOPLAT	2,146	1,496	149	479	562
FCF	893	2	1,283	1,106	815

자료: SK 이노베이션, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	16,220	16,752	18,792	19,674	23,420
현금및현금성자산	2,004	1,856	4,003	4,016	6,082
매출채권 및 기타채권	5,467	5,333	5,243	5,581	6,293
재고자산	5,980	6,180	5,630	5,525	5,734
기타유동자산	2,769	3,384	3,916	4,552	5,311
비유동자산	18,030	19,333	18,658	18,392	18,196
유형자산	13,596	13,798	13,032	12,338	11,709
관계기업투자금	2,431	2,882	3,395	3,908	4,422
기타금융자산	389	543	209	209	209
기타비유동자산	1,613	2,110	2,021	1,937	1,856
자산총계	34,250	36,085	37,450	38,066	41,616
유동부채	9,955	8,941	8,516	7,012	8,393
매입채무 및 기타채무	7,731	7,115	6,701	6,622	6,780
차입금	243	154	64	-26	-116
유동상채무	1,272	1,222	1,321	0	1,321
기타유동부채	709	451	429	416	408
비유동부채	4,986	7,817	10,318	12,819	15,320
차입금	830	1,177	1,177	1,177	1,177
사채	3,233	5,471	7,970	10,469	12,968
기타비유동부채	923	1,169	1,171	1,173	1,175
부채총계	14,941	16,757	18,833	19,830	23,713
지배지분	18,086	18,124	17,457	17,100	16,789
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	5,766	5,766	5,766
이익잉여금	12,042	12,930	12,286	11,929	11,617
기타자본변동	-136	-1,137	-1,137	-1,137	-1,137
비지배지분	1,224	1,204	1,159	1,136	1,115
자본총계	19,309	19,328	18,616	18,236	17,904
총차입금	5,579	8,024	10,533	11,620	15,350

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	22,643	17,752	578	3,666	4,153
PER	9.0	10.1	259.4	35.5	31.3
BPS	192,989	193,402	186,281	182,474	179,148
PBR	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS	43,983	32,615	22,728	15,515	16,043
EV/EBITDA	5.2	7.0	8.6	11.6	11.8
SPS	499,242	589,526	537,117	527,030	547,023
PSR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
CFPS	9,533	17	13,690	11,804	8,700
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	16.8	18.1	-8.9	-1.9	3.8
영업이익 증가율	-0.2	-34.3	-39.7	-47.0	17.5
순이익 증가율	24.6	-20.3	-96.2	449.5	12.9
수익성					
ROIC	12.0	7.7	0.8	2.5	3.0
ROA	6.3	4.7	0.2	0.9	1.0
ROE	12.0	9.1	0.4	2.0	2.3
안정성					
부채비율	77.4	86.7	101.2	108.7	132.4
순차입금비율	16.3	22.2	28.1	30.5	36.9
이자보상배율	15.6	8.2	3.7	0.9	0.9