



BUY(Maintain)

목표주가: 170,000원

주가(05/06): 100,000원

시가총액: 92,466억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 김민선

02) 3787-5299 mkim36@kiwoom.com

Stock Data

| KOSPI(05/06) | 1,928.76pt | |
|--------------|------------|---------|
| 52 주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| 최고/최저가 대비 | 180,000원 | 57,300원 |
| 등락률 | -44.4% | 74.5% |
| 수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | 5.9% | -1.6% |
| 6M | -37.3% | -30.3% |
| 1Y | -46.3% | -37.7% |

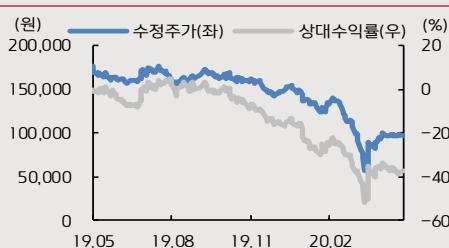
Company Data

| | |
|-------------|----------|
| 발행주식수 | 92,466천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 994천주 |
| 외국인 지분율 | 25.3% |
| 배당수익률(20E) | 3.1% |
| BPS(20E) | 167,484원 |
| 주요 주주 | SK 외 1인 |
| | 33.4% |

투자지표

| (십억원, IFRS 연결) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 54,216.5 | 49,876.5 | 36,663.0 | 46,679.1 |
| 영업이익 | 2,103.2 | 1,269.3 | -1,784.0 | 1,834.6 |
| EBITDA | 3,029.8 | 2,477.6 | -610.4 | 3,237.1 |
| 세전이익 | 2,387.5 | 376.5 | -2,123.4 | 544.1 |
| 순이익 | 1,699.0 | 65.8 | -1,656.2 | 424.4 |
| 자체주주지분순이익 | 1,651.1 | -35.7 | -1,606.6 | 411.6 |
| EPS(원) | 17,619 | -381 | -17,143 | 4,392 |
| 증감률(%YoY) | -21.5 | 적전 | 적지 | 흑전 |
| PER(배) | 10.2 | -393.3 | -5.6 | 22.0 |
| PBR(배) | 0.93 | 0.80 | 0.58 | 0.58 |
| EV/EBITDA(배) | 7.0 | 9.1 | -32.1 | 6.7 |
| 영업이익률(%) | 3.9 | 2.5 | -4.9 | 3.9 |
| ROE(%) | 9.1 | -0.2 | -9.7 | 2.6 |
| 순부채비율(%) | 18.1 | 42.2 | 60.2 | 73.8 |

Price Trend



실적 Review

SK이노베이션 (096770)

대규모 재고평가손실 발생



SK이노베이션의 올해 1분기 영업이익은 -1조7,752억원으로 창사 최대 분기 영업적자를 기록하였습니다. 코비드19로 인한 수요 둔화로 석유제품 크랙이 급감하였고, 유가 급락으로 대부분 사업부의 재고평가손실이 크게 발생하였기 때문입니다. 한편 동사는 부정적인 대내외 환경에도 불구하고, 중장기적으로 급성장하는 전기차 배터리 시장에서 경쟁력 강화를 위하여, 배터리 생산능력을 공격적으로 확대할 계획입니다.

>>> 올해 1분기 영업이익, 대규모 재고평가손실 발생

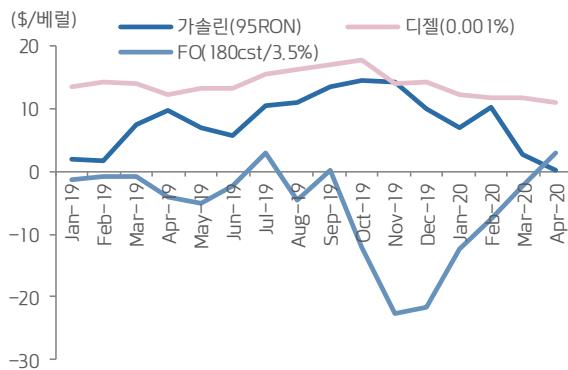
SK이노베이션의 올해 1분기 영업이익은 -1조7,752억원으로 시장 기대치(-8,318억원)를 하회하였다. 수출주에 우호적인 환율 효과(약 600억원)가 발생하였지만, 유가 급락으로 대부분 사업부문의 재고평가손실이 발생하였고, 코비드19로 석유/화학부문의 수요 둔화 등에 기인한다.

1) 석유부문 영업이익은 -1조6,360억원으로 전 분기 대비 큰 폭의 적자전환을 하였다. 유가 급락으로 전 분기 대비 재고관련손익이 9,554억원 감소하였고, 코비드19로 인한 수요 부진으로 가솔린/디젤/등유 크랙이 급감하였기 때문이다. 2) 화학부문 영업이익은 -898억원으로 전 분기 대비 적자전환하였다. 역내 경쟁 설비 가동률 조정에 따른 올레핀/벤젠 스프레드의 개선에도 불구하고, 원재료 나프타 가격 급락으로 전 분기 대비 재고관련손익이 1,437억원 감소하였고, 중국 등 신규 PX 설비 가동으로 PX 스프레드가 약세를 지속하였다. 3) 윤활유부문 영업이익은 289억원으로 전 분기 대비 66.7% 감소하였다. 판매량 감소 및 재고관련손의 감소에 기인한다. 4) 석유개발사업 영업이익은 453억원으로 전 분기 대비 10.0% 증가하였다. Blended ASP가 감소하였으나, 페루 광구 운영비 및 미국 광구 감가상각비가 감소하였기 때문이다. 5) 배터리부문 영업이익은 -1,049억원으로 전 분기 대비 75억원 감소하였다. 형가리/중국 공장 신규 가동에 따른 초기 비용 발생에도 불구하고, 판관비 감소 때문이다. 6) 소재부문 영업이익은 270억원으로 전 분기 대비 36억원 증가하였다. 중평 12/13호기 가동으로 EV용 분리막 판매가 확대되었기 때문이다. 상반기 실적 부진을 고려하여, 목표주가를 19% 하향 조정한다.

>>> 전기차 배터리 생산능력, 공격적 확대

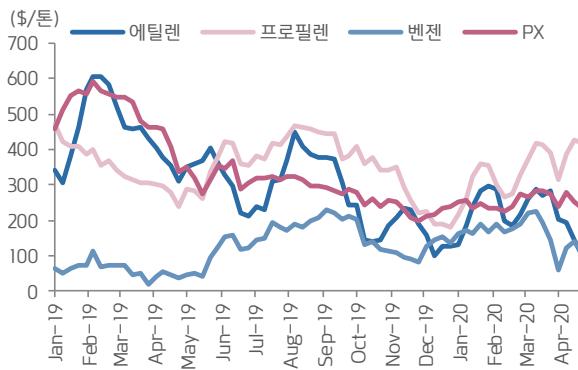
주력 사업인 정유/화학사업의 실적 둔화, 코비드19로 인한 세계 경기 침체 및 경쟁사와의 소송 진행에도 불구하고, 동사는 배터리 생산능력을 공격적으로 확대할 계획이다. 동사는 지난 달 미국 No.2 전기차 배터리 공장 건설을 위하여 약 8,900억원을 출자하기로 공시하였다. No.2 공장의 생산능력은 11.7GWh로 2023년부터 양산 가동할 계획으로 보인다. 이에 동사의 배터리 생산능력은 2022년 60GWh, 2023년 71GWh로 증가할 전망이다.

싱가폴 주요 석유제품 크랙 추이



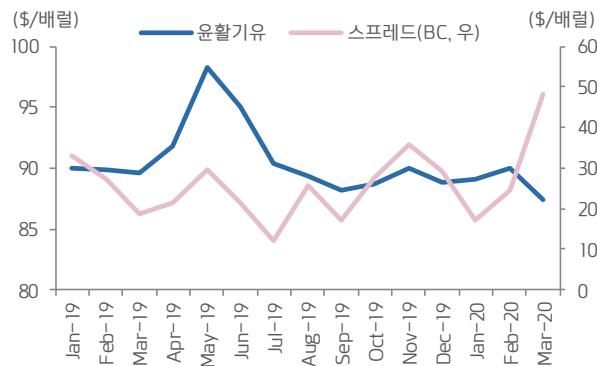
자료: Petronet, 키움증권 리서치

역내 주요 화학제품 스프레드 추이



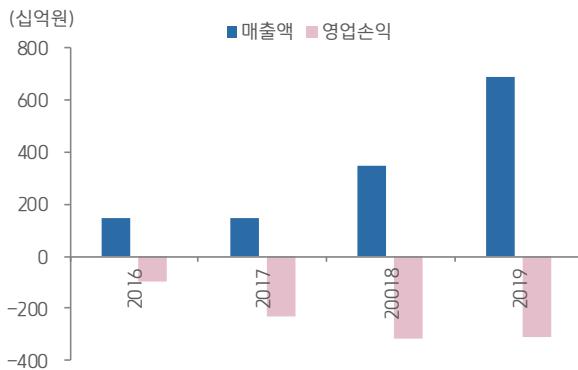
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

국내 윤활기유 가격 및 스프레드(Spot) 추이



자료: Petronet, 키움증권 리서치

SK이노베이션 배터리 실적 추이



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 실적 전망

| (단위: 십억원) | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20P | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 12,849 | 13,104 | 12,373 | 11,552 | 11,163 | 7,626 | 8,452 | 9,422 | 46,163 | 54,217 | 49,877 | 36,663 | 46,679 |
| 석유 | 8,760 | 9,464 | 8,682 | 8,463 | 8,033 | 5,220 | 5,759 | 6,313 | 33,337 | 39,194 | 35,368 | 25,325 | 31,622 |
| 화학 | 2,502 | 2,420 | 2,458 | 2,163 | 1,972 | 1,486 | 1,604 | 1,836 | 9,339 | 10,684 | 9,543 | 6,898 | 8,899 |
| 운활유 | 757 | 847 | 811 | 700 | 642 | 403 | 437 | 498 | 3,047 | 3,266 | 3,115 | 1,980 | 2,613 |
| 석유개발/기타 | 383 | 373 | 421 | 462 | 516 | 517 | 652 | 775 | 1,103 | 1,367 | 1,640 | 2,460 | 3,544 |
| 영업이익 | 331 | 498 | 330 | 123 | -1,775 | -567 | 177 | 382 | 3,222 | 2,103 | 1,281 | -1,784 | 1,835 |
| %OP | 2.6% | 3.8% | 2.7% | 1.1% | -15.9% | -7.4% | 2.1% | 4.1% | 7.0% | 3.9% | 2.6% | -4.9% | 3.9% |
| 석유 | -6 | 279 | 66 | 111 | -1,636 | -538 | 152 | 273 | 1,502 | 713 | 450 | -1,748 | 992 |
| 화학 | 320 | 185 | 194 | 7 | -90 | 55 | 103 | 178 | 1,377 | 1,118 | 706 | 245 | 678 |
| 운활유 | 47 | 78 | 94 | 87 | 29 | 37 | 40 | 45 | 505 | 461 | 306 | 150 | 237 |
| 석유개발/기타 | -30 | -45 | -23 | -83 | -78 | -121 | -118 | -114 | -150 | -171 | -181 | -431 | -73 |

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 54,216.5 | 49,876.5 | 36,663.0 | 46,679.1 | 49,013.1 |
| 매출원가 | 50,251.2 | 46,745.6 | 37,042.2 | 43,068.8 | 44,791.5 |
| 매출총이익 | 3,965.3 | 3,130.9 | -379.3 | 3,610.4 | 4,221.6 |
| 판관비 | 1,862.2 | 1,861.6 | 1,404.7 | 1,775.8 | 1,865.2 |
| 영업이익 | 2,103.2 | 1,269.3 | -1,784.0 | 1,834.6 | 2,356.3 |
| EBITDA | 3,029.8 | 2,477.6 | -610.4 | 3,237.1 | 3,836.0 |
| 영업외손익 | 284.3 | -892.8 | -339.4 | -1,290.5 | -1,307.9 |
| 이자수익 | 87.9 | 99.9 | 117.6 | 113.2 | 141.4 |
| 이자비용 | 259.2 | 343.7 | 427.6 | 483.5 | 539.4 |
| 외환관련이익 | 939.2 | 1,045.7 | 901.6 | 919.6 | 938.0 |
| 외환관련손실 | 1,040.1 | 1,150.4 | 1,287.7 | 1,307.5 | 1,327.6 |
| 증속 및 관계기업손익 | 155.2 | 54.2 | 942.0 | 53.0 | 65.1 |
| 기타 | 401.3 | -598.5 | -585.3 | -585.3 | -585.4 |
| 법인세차감전이익 | 2,387.5 | 376.5 | -2,123.4 | 544.1 | 1,048.4 |
| 법인세비용 | 701.5 | 310.7 | -467.1 | 119.7 | 230.7 |
| 계속사업순손익 | 1,686.0 | 65.8 | -1,656.2 | 424.4 | 817.8 |
| 당기순이익 | 1,699.0 | 65.8 | -1,656.2 | 424.4 | 817.8 |
| 지배주주순이익 | 1,651.1 | -35.7 | -1,606.6 | 411.6 | 793.2 |
| 증감율 및 수익성 (%) | | | | | |
| 매출액 증감율 | 17.4 | -8.0 | -26.5 | 27.3 | 5.0 |
| 영업이익 증감율 | -34.7 | -39.6 | -240.5 | -202.8 | 28.4 |
| EBITDA 증감율 | -26.5 | -18.2 | -124.6 | -630.3 | 18.5 |
| 지배주주순이익 증감율 | -21.5 | -102.2 | 4,400.3 | -125.6 | 92.7 |
| EPS 증감율 | -21.5 | 적전 | 적지 | 흑전 | 92.7 |
| 매출총이익률(%) | 7.3 | 6.3 | -1.0 | 7.7 | 8.6 |
| 영업이익률(%) | 3.9 | 2.5 | -4.9 | 3.9 | 4.8 |
| EBITDA Margin(%) | 5.6 | 5.0 | -1.7 | 6.9 | 7.8 |
| 지배주주순이익률(%) | 3.0 | -0.1 | -4.4 | 0.9 | 1.6 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 영업활동 현금흐름 | 1,699.5 | 1,825.8 | 1,584.9 | 555.7 | 2,344.8 |
| 당기순이익 | 1,699.0 | 65.8 | -1,656.2 | 424.4 | 817.8 |
| 비현금항목의 가감 | 1,997.1 | 1,955.0 | 1,000.8 | 1,865.9 | 2,069.7 |
| 유형자산감가상각비 | 833.7 | 1,083.0 | 1,107.0 | 1,340.4 | 1,421.7 |
| 무형자산감가상각비 | 92.9 | 125.2 | 66.5 | 62.1 | 58.0 |
| 지분법평가손익 | -245.0 | -193.6 | -181.4 | -192.4 | -204.5 |
| 기타 | 1,315.5 | 940.4 | 8.7 | 655.8 | 794.5 |
| 영업활동자산부채증감 | -1,158.2 | 535.3 | 2,032.8 | -1,294.9 | 35.6 |
| 매출채권및기타채권의감소 | 220.3 | 293.6 | 1,329.1 | -1,007.5 | -234.8 |
| 재고자산의감소 | -477.4 | -67.0 | 1,720.7 | -1,304.4 | -303.9 |
| 매입채무및기타채무의증가 | -649.7 | 235.6 | -1,023.5 | 1,301.1 | 574.3 |
| 기타 | -251.4 | 73.1 | 6.5 | -284.1 | 0.0 |
| 기타현금흐름 | -838.4 | -730.3 | 207.5 | -439.7 | -578.3 |
| 투자활동 현금흐름 | -2,469.4 | -3,166.8 | -3,253.4 | -2,284.1 | -2,311.3 |
| 유형자산의 취득 | -1,271.5 | -2,576.6 | -3,000.0 | -2,000.0 | -2,000.0 |
| 유형자산의 처분 | 37.1 | 79.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -209.1 | -167.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -445.0 | -801.2 | -517.4 | -517.4 | -517.4 |
| 단기금융자산의감소(증가) | -412.8 | 306.5 | 271.9 | 241.3 | 214.1 |
| 기타 | -168.1 | -7.9 | -7.9 | -8.0 | -8.0 |
| 재무활동 현금흐름 | 604.3 | 1,686.1 | 2,339.4 | 1,353.3 | 1,069.2 |
| 차입금의 증가(감소) | 2,417.2 | 3,085.9 | 3,000.0 | 2,000.0 | 2,000.0 |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | -1,001.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -812.3 | -1,004.0 | -264.7 | -250.8 | -534.9 |
| 기타 | 1.2 | -395.8 | -395.9 | -395.9 | -395.9 |
| 기타현금흐름 | 13.6 | 25.3 | 419.3 | 411.8 | 411.8 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | -152.0 | 370.4 | 1,090.2 | 36.9 | 1,514.6 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 1,977.6 | 1,825.6 | 2,196.0 | 3,286.2 | 3,323.1 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 1,825.6 | 2,196.0 | 3,286.2 | 3,323.1 | 4,837.6 |

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 유동자산 | 16,634.7 | 17,352.8 | 15,121.2 | 17,228.7 | 19,067.9 |
| 현금 및 현금성자산 | 1,825.6 | 2,196.0 | 3,286.2 | 3,323.1 | 4,837.6 |
| 단기금융자산 | 2,718.1 | 2,411.6 | 2,139.7 | 1,898.4 | 1,684.4 |
| 매출채권 및 기타채권 | 5,274.4 | 5,016.9 | 3,687.8 | 4,695.2 | 4,930.0 |
| 재고자산 | 6,151.9 | 6,495.2 | 4,774.5 | 6,078.8 | 6,382.8 |
| 기타유동자산 | 3,382.8 | 3,644.7 | 3,372.7 | 3,131.6 | 2,917.5 |
| 비유동자산 | 19,218.7 | 22,173.3 | 24,559.1 | 25,727.1 | 26,829.9 |
| 투자자산 | 3,418.5 | 4,273.9 | 4,833.3 | 5,403.8 | 5,986.3 |
| 유형자산 | 13,685.0 | 15,462.4 | 17,355.3 | 18,015.0 | 18,593.3 |
| 무형자산 | 2,007.0 | 1,118.9 | 1,052.4 | 990.3 | 932.3 |
| 기타비유동자산 | 108.2 | 1,318.1 | 1,318.0 | 1,318.0 | 1,318.0 |
| 자산총계 | 35,853.4 | 39,526.1 | 39,680.3 | 42,955.7 | 45,897.7 |
| 유동부채 | 8,866.6 | 10,456.4 | 9,432.9 | 10,733.9 | 11,308.2 |
| 매입채무 및 기타채무 | 7,049.6 | 7,645.0 | 6,621.5 | 7,922.5 | 8,496.9 |
| 단기금융부채 | 1,367.6 | 2,510.6 | 2,510.6 | 2,510.6 | 2,510.6 |
| 기타유동부채 | 449.4 | 300.8 | 300.8 | 300.8 | 300.7 |
| 비유동부채 | 7,812.5 | 10,860.1 | 13,860.1 | 15,860.1 | 17,860.1 |
| 장기금융부채 | 7,671.0 | 10,709.8 | 13,709.8 | 15,709.8 | 17,709.8 |
| 기타비유동부채 | 141.5 | 150.3 | 150.3 | 150.3 | 150.3 |
| 부채총계 | 16,679.1 | 21,316.4 | 23,292.9 | 26,594.0 | 29,168.3 |
| 자배지분 | 18,122.6 | 17,468.1 | 15,695.6 | 15,657.2 | 16,000.3 |
| 자본금 | 468.6 | 468.6 | 468.6 | 468.6 | 468.6 |
| 자본잉여금 | 5,765.8 | 5,765.8 | 5,765.8 | 5,765.8 | 5,765.8 |
| 기타자본 | -1,137.2 | -1,136.4 | -1,136.4 | -1,136.4 | -1,136.4 |
| 기타포괄손익누계액 | 97.0 | 194.9 | 279.8 | 364.6 | 449.5 |
| 이익잉여금 | 12,928.5 | 12,175.2 | 10,317.8 | 10,194.5 | 10,452.8 |
| 비자배지분 | 1,051.6 | 741.5 | 691.9 | 704.6 | 729.1 |
| 자본총계 | 19,174.3 | 18,209.6 | 16,387.4 | 16,361.7 | 16,729.4 |

Compliance Notice

- 당사는 5월 6일 현재 'SK이노베이션' 빌행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

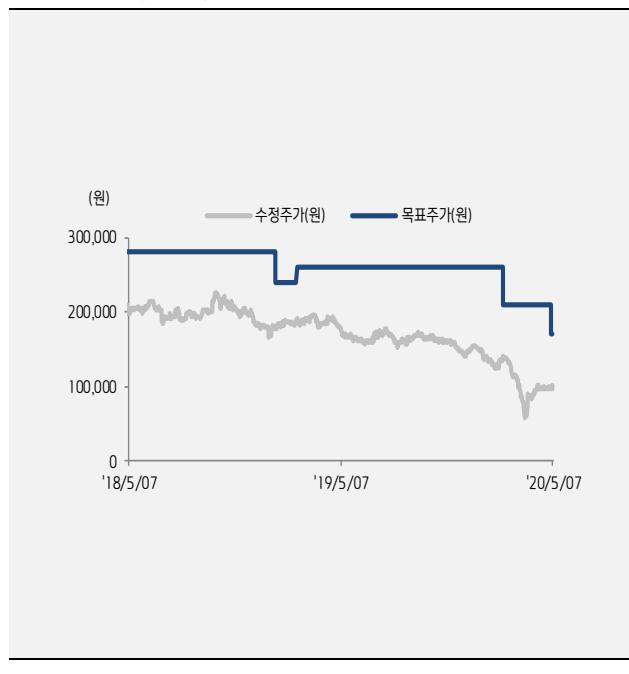
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표 가격 대상 시점 | 괴리율(%) | |
|-----------------------------|------------|---------------|----------|----------------------|------------|------------|
| | | | | | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 |
| SK이노베이션 (096770) | 2018/06/05 | Buy(Maintain) | 280,000원 | 6개월 | -28.24 | -19.46 |
| | 2018/10/15 | Buy(Maintain) | 280,000원 | 6개월 | -27.79 | -19.46 |
| | 2018/11/05 | Buy(Maintain) | 280,000원 | 6개월 | -27.87 | -19.46 |
| | 2018/11/27 | Buy(Maintain) | 280,000원 | 6개월 | -27.93 | -19.46 |
| | 2019/01/15 | Buy(Maintain) | 240,000원 | 6개월 | -23.74 | -21.46 |
| | 2019/02/01 | Buy(Maintain) | 240,000원 | 6개월 | -23.37 | -21.46 |
| | 2019/02/20 | Buy(Maintain) | 260,000원 | 6개월 | -28.30 | -26.15 |
| | 2019/03/04 | Buy(Maintain) | 260,000원 | 6개월 | -27.63 | -24.81 |
| | 2019/04/22 | Buy(Maintain) | 260,000원 | 6개월 | -30.63 | -24.81 |
| | 2019/06/14 | Buy(Maintain) | 260,000원 | 6개월 | -32.11 | -24.81 |
| | 2019/07/29 | Buy(Maintain) | 260,000원 | 6개월 | -32.76 | -24.81 |
| | 2019/09/23 | Buy(Maintain) | 260,000원 | 6개월 | -36.86 | -34.81 |
| | 2019/11/01 | Buy(Maintain) | 260,000원 | 6개월 | -42.00 | -34.81 |
| | 2020/02/11 | Buy(Maintain) | 209,000원 | 6개월 | -51.52 | -32.78 |
| | 2020/05/07 | Buy(Maintain) | 170,000원 | 6개월 | | |

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 |

| 업종 | 적용기준(6개월) |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

투자등급 비율 통계 (2019/04/01~2020/03/31)

| 매수 | 중립 | 매도 |
|--------|-------|-------|
| 96.58% | 2.74% | 0.68% |