



하나금융그룹

2020년 5월 7일 | Equity Research

# SK이노베이션 (096770)

## 1Q20 대폭 적자 시현. 2Q20에도 적자 지속

### 1Q20 영업이익 컨센 -113% 하회

1Q20 영업이익은 -1.77조원(QoQ 적전, YoY 적전)으로 컨센(-8,318억원)을 113% 하회했다. 석유/화학사업의 부진이 주된 원인이다. 석유사업은 저가법 평가에 따라 발생한 6천 억원을 포함한 총 재고관련손실 9,419억원이 반영된데다, 마진 부진 영향으로 영업적자 1.6조원으로 생각보다 부진했다. 화학은 PE/PP, PX, 벤젠 등 주요 제품 마진 약세에 더해 재고관련손실 1,400억원 발생으로 영업이익 -898억원을 시현했다. 윤활유 영업이익은 289억원(QoQ -67%)으로 큰 폭 감의되었는데, 이는 판매량 부진 및 재고손실 영향이다.

### 2Q20 영업적자 지속될 전망

2Q20 영업이익은 -6,609억원(QoQ 적지, YoY 적전)으로 전분기에 이어 부진한 실적 흐름을 예상한다. 석유사업 부진이 주된 요인이다. 석유 영업이익은 -6,609억원(QoQ +9,700 억원)을 전망한다. 유가는 현재 수준이 분기 말까지 지속되며, 정제마진 또한 현 수준이 지속된다는 가정이다. 총평균 법 사용에 따라 전분기에서 이연되어 발생하는 재고관련손실은 4천억원 가량으로 추정되며, 현재의 마진 부진을 감안하면 전분기에 이은 대폭 적자가 불가피하다. 또한 RFCC 설비는 현재의 마진 상황에서 이익 기여가 불가피하기에 정기보수에 돌입하면서 고정비 부담도 늘어날 가능성이 높다. 화학 영업이익은 659억원(QoQ +1,556억원)으로 개선을 전망한다. 재고관련손실 제거와 납사 투입가 하락에 따른 마진 개선을 가정했다. 다만, PX 부진으로 개선폭은 크지 않을 전망이다. 윤활유 영업이익은 286억원(QoQ -1%)을 추정한다.

### 공급과잉 지속 전망. 재무구조 악화도 부담

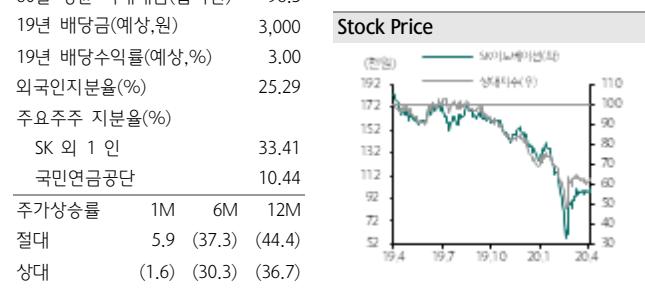
Neutral/TP 10만원을 유지한다. 미국/아시아 등 주요 지역의 높은 제품 재고와 낮은 미국/중국 설비 가동률 등을 감안하면 수요의 회복을 가정하더라도 정제마진은 드라마틱한 개선이 어렵다. 또한 높은 제품 재고는 원유 수요와 관련이 깊기에 유가의 큰 폭 상승도 어려워 보인다. 반면, 배터리 중심의 Capex 지속으로 1Q20 순차입금이 8.7조원으로 4Q19 대비 2.1조 가량 늘어난 점, FCF 부진 감안 시 추가 차입에 따른 재무구조의 악화 가능성도 부담스럽다.

### Earnings Review

**Neutral**

| TP(12M): 100,000원 | CP(5월 6일): 100,000원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	1,928.76		
52주 최고/최저(원)	180,000/57,300	37,143.8	40,229.3
시가총액(십억원)	9,246.6	(83.7)	1,501.8
시가총액비중(%)	0.77	(190.7)	840.7
발행주식수(천주)	92,465.6		
60일 평균 거래량(천주)	1,003.2		
60일 평균 거래대금(십억원)	96.5		
19년 배당금(예상,원)	3,000		
19년 배당수익률(예상,%)	3.00		
외국인지분율(%)	25.29		
주요주주 지분율(%)			
SK 외 1 인	33.41		
국민연금공단	10.44		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	5.9 (37.3) (44.4)		
상대	(1.6) (30.3) (36.7)		



투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	54,216.5	49,876.5	31,457.1	27,537.8	28,408.0
영업이익	십억원	2,103.2	1,269.3	(2,100.6)	812.7	832.7
세전이익	십억원	2,387.5	376.5	(2,744.5)	242.1	237.1
순이익	십억원	1,651.1	(35.7)	(2,093.5)	178.5	176.0
EPS	원	17,619	(381)	(22,340)	1,904	1,878
증감률	%	(21.5)	적전	적지	흑전	(1.4)
PER	배	10.19	N/A	N/A	52.51	53.24
PBR	배	0.87	0.76	0.58	0.58	0.58
EV/EBITDA	배	7.01	9.05	N/A	7.63	7.05
ROE	%	9.12	(0.20)	(12.85)	1.18	1.17
BPS	원	205,525	198,540	173,455	172,683	171,885
DPS	원	8,000	3,000	3,000	3,000	3,000



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com@hanafn.com

RA 손진원

02-3771-7617

jwshon@hanafn.com

하나금융투자

표 1. SK이노베이션 1Q20 Review

	1Q20	4Q19	1Q19	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	11,163.0	11,551.8	12,848.6	-13.1	-3.4	10,387.9	7.5	10,769.1	3.7
영업이익	-1,775.2	110.5	331.1	-636.2	-1,706.5	-1,087.4	-63.3	-831.8	-113.4
세전이익	-2,047.2	-436.6	304.8	-771.7	-368.9	-1,220.6	-67.7	-897.4	-128.1
순이익	-1,558.0	-530.7	195.8	-895.7	-193.6	-899.8	-73.1	-810.4	-92.3
영업이익률	-15.9	1.0	2.6	-18.5	-16.9	-10.5	-5.4	-7.7	-8.2
세전이익률	-18.3	-3.8	2.4	-20.7	-14.6	-11.8	-6.6	-8.3	-10.0
순이익률	-14.0	-4.6	1.5	-15.5	-9.4	-8.7	-5.3	-7.5	-6.4

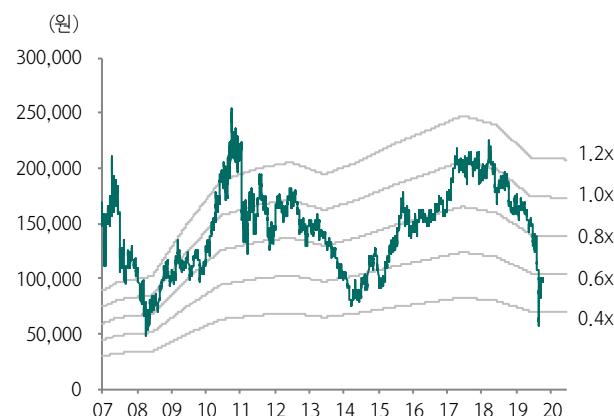
자료: 하나금융투자

표 2. SK이노베이션 연간 실적 추정치 변경 내역

	2020F	2021F
매출액	변경후 31,457.1	변경전 30,881.2
영업이익	-2,100.6	-913.6
세전이익	-2,744.5	-1,446.5
순이익	-2,093.5	-1,066.3
영업이익률	-6.7	-3.0
세전이익률	-8.7	-4.7
순이익률	-6.7	-3.5

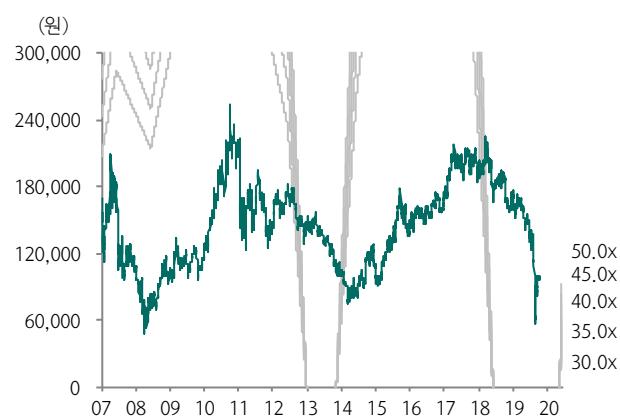
자료: 하나금융투자

그림 1. SK이노베이션 12M Fwd PBR 랜드



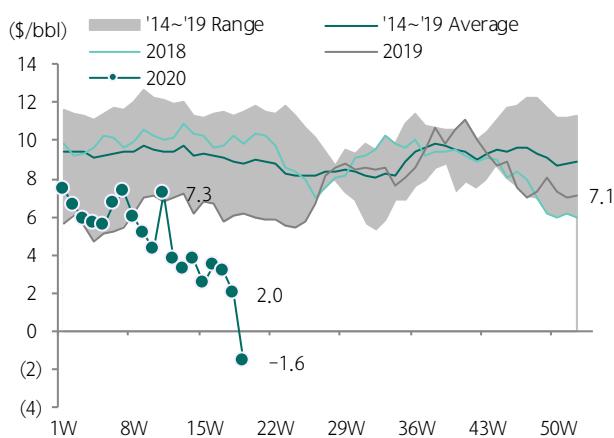
자료: 하나금융투자

그림 2. SK이노베이션 12M Fwd PER 랜드



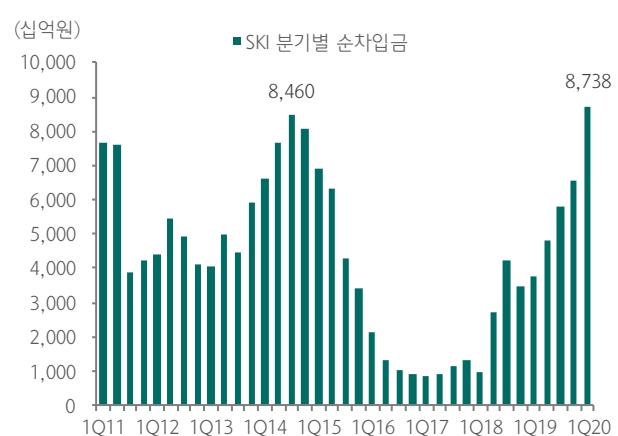
자료: 하나금융투자

그림 3. 정제마진 추이



자료: 하나금융투자

그림 4. SKI 분기별 순차입금 추이. 2011년 이후 최대치까지 상승



자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>54,216.5</b>	<b>49,876.5</b>	<b>31,457.1</b>	<b>27,537.8</b>	<b>28,408.0</b>
매출원가	50,251.2	46,745.6	32,145.9	25,413.2	26,158.4
매출총이익	3,965.3	3,130.9	(688.8)	2,124.6	2,249.6
판관비	1,862.2	1,861.6	1,411.8	1,311.8	1,416.9
<b>영업이익</b>	<b>2,103.2</b>	<b>1,269.3</b>	<b>(2,100.6)</b>	<b>812.7</b>	<b>832.7</b>
금융순익	232.1	(547.1)	(435.8)	(462.6)	(422.6)
종속/관계기업순익	155.2	54.2	187.1	187.1	122.2
기타영업외순익	(102.9)	(400.0)	(395.1)	(295.1)	(295.1)
<b>세전이익</b>	<b>2,387.5</b>	<b>376.5</b>	<b>(2,744.5)</b>	<b>242.1</b>	<b>237.1</b>
법인세	701.5	310.7	(658.7)	58.1	56.9
계속사업이익	1,686.0	65.8	(2,085.8)	184.0	180.2
중단사업이익	13.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1,699.0</b>	<b>65.8</b>	<b>(2,085.8)</b>	<b>184.0</b>	<b>180.2</b>
비지배주주지분순이익	47.9	101.5	7.7	5.5	4.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>1,651.1</b>	<b>(35.7)</b>	<b>(2,093.5)</b>	<b>178.5</b>	<b>176.0</b>
지배주주지분포괄이익	1,757.8	50.3	(697.0)	61.5	60.2
NOPAT	1,485.2	221.8	(1,596.5)	617.7	632.8
EBITDA	3,029.8	2,477.6	(652.0)	2,280.5	2,289.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	17.4	(8.0)	(36.9)	(12.5)	3.2
NOPAT증가율	(30.8)	(85.1)	적전	흑전	2.4
EBITDA증가율	(26.5)	(18.2)	적전	흑전	0.4
영업이익증가율	(34.7)	(39.6)	적전	흑전	2.5
(지배주주)순익증가율	(21.5)	적전	적지	흑전	(1.4)
EPS증가율	(21.5)	적전	적지	흑전	(1.4)
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	7.3	6.3	(2.2)	7.7	7.9
EBITDA이익률	5.6	5.0	(2.1)	8.3	8.1
영업이익률	3.9	2.5	(6.7)	3.0	2.9
계속사업이익률	3.1	0.1	(6.6)	0.7	0.6

## 투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	17,619	(381)	(22,340)	1,904	1,878
BPS	205,525	198,540	173,455	172,683	171,885
CFPS	39,441	21,564	(10,439)	20,853	20,948
EBITDAPS	32,330	26,437	(6,957)	24,334	24,430
SPS	578,532	532,221	335,672	293,849	303,135
DPS	8,000	3,000	3,000	3,000	3,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	10.2	N/A	N/A	52.5	53.2
PBR	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
PCFR	4.6	7.0	N/A	4.8	4.8
EV/EBITDA	7.0	9.0	N/A	7.6	7.0
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	9.1	(0.2)	(12.8)	1.2	1.2
ROA	4.7	(0.1)	(5.5)	0.5	0.5
ROIC	7.5	1.0	(7.5)	3.0	3.2
부채비율	87.0	117.1	138.8	141.1	109.4
순부채비율	18.0	42.1	50.7	52.0	46.7
이자보상배율(배)	8.1	3.7	(4.4)	1.5	1.8

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

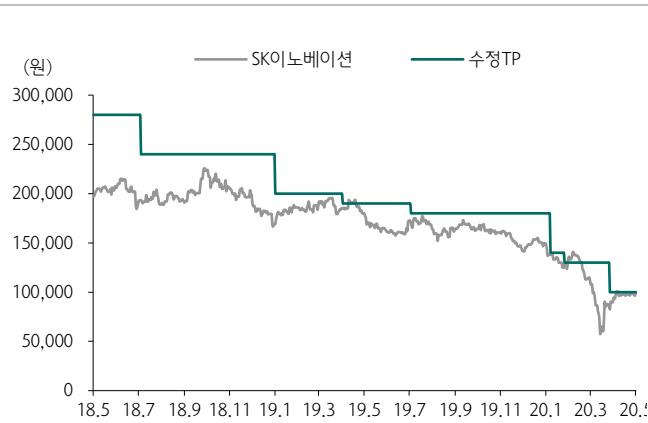
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>16,634.7</b>	<b>17,352.8</b>	<b>16,205.3</b>	<b>15,750.5</b>	<b>11,550.8</b>
금융자산	4,615.9	4,642.1	7,913.4	8,398.8	3,990.4
현금성자산	1,825.6	2,196.0	6,370.3	7,047.8	2,596.7
매출채권 등	5,274.4	5,016.9	3,164.1	2,769.9	2,857.4
재고자산	6,151.9	6,495.2	4,096.5	3,586.1	3,699.5
기타유동자산	592.5	1,198.6	1,031.3	995.7	1,003.5
<b>비유동자산</b>	<b>19,218.7</b>	<b>22,173.3</b>	<b>20,972.5</b>	<b>20,897.3</b>	<b>19,509.4</b>
투자자산	3,427.0	4,314.7	2,858.1	2,548.2	2,617.0
금융자산	209.5	449.1	283.3	248.0	255.8
유형자산	13,685.0	15,462.4	15,829.6	16,163.4	14,794.7
무형자산	2,007.0	1,118.9	1,007.5	908.5	820.4
기타비유동자산	99.7	1,277.3	1,277.3	1,277.3	1,277.3
<b>자산총계</b>	<b>35,853.4</b>	<b>39,526.1</b>	<b>37,177.8</b>	<b>36,647.8</b>	<b>31,060.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>8,866.6</b>	<b>10,456.4</b>	<b>11,147.4</b>	<b>11,067.1</b>	<b>5,829.6</b>
금융부채	1,423.5	2,524.7	6,019.5	6,518.4	1,140.0
매입채무 등	7,049.6	7,645.0	4,821.7	4,221.0	4,354.3
기타유동부채	393.5	286.7	306.2	327.7	335.3
<b>비유동부채</b>	<b>7,812.5</b>	<b>10,860.1</b>	<b>10,462.1</b>	<b>10,377.4</b>	<b>10,396.2</b>
금융부채	6,646.9	9,782.5	9,782.5	9,782.5	9,782.5
기타비유동부채	1,165.6	1,077.6	679.6	594.9	613.7
<b>부채총계</b>	<b>16,679.1</b>	<b>21,316.4</b>	<b>21,609.5</b>	<b>21,444.5</b>	<b>16,225.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>18,122.7</b>	<b>17,468.1</b>	<b>15,117.2</b>	<b>15,044.9</b>	<b>14,970.1</b>
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
자본조정	(1,137.2)	(1,136.4)	(1,136.4)	(1,136.4)	(1,136.4)
기타포괄이익누계액	97.0	194.9	194.9	194.9	194.9
이익잉여금	12,928.5	12,175.2	9,824.4	9,752.0	9,677.2
<b>비지배주주지분</b>	<b>1,051.6</b>	<b>741.5</b>	<b>451.1</b>	<b>158.4</b>	<b>(135.7)</b>
<b>자본총계</b>	<b>19,174.3</b>	<b>18,209.6</b>	<b>15,568.3</b>	<b>15,203.3</b>	<b>14,834.4</b>
<b>순금융부채</b>	<b>3,454.5</b>	<b>7,665.0</b>	<b>7,888.5</b>	<b>7,902.0</b>	<b>6,932.0</b>

## 현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,699.5</b>	<b>1,825.8</b>	<b>609.2</b>	<b>1,857.3</b>	<b>1,582.0</b>
당기순이익	1,699.0	65.8	(2,085.8)	184.0	180.2
조정	1,158.7	1,224.7	1,477.9	1,397.0	1,450.9
감가상각비	926.6	1,208.3	1,448.6	1,467.7	1,456.8
외환거래손익	(26.2)	20.3	104.7	104.7	104.7
지분법손익	(155.2)	(54.2)	(187.1)	(187.1)	(122.2)
기타	413.5	50.3	111.7	11.7	11.6
영업활동자산부채변동	(1,158.2)	535.3	1,217.1	276.3	(49.1)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(2,469.4)</b>	<b>(3,166.8)</b>	<b>439.2</b>	<b>(1,416.2)</b>	<b>(392.2)</b>
투자자산감소(증가)	(361.8)	(703.7)	1,345.5	198.8	(244.8)
유형자산감소(증가)	(1,234.4)	(2,497.0)	(1,704.5)	(1,702.5)	0.0
기타	(873.2)	33.9	798.2	87.5	(147.4)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>604.3</b>	<b>1,686.1</b>	<b>3,237.5</b>	<b>248.1</b>	<b>(5,629.2)</b>
금융부채증가(감소)	2,400.5	4,236.8	3,494.8	498.9	(5,378.4)
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(983.9)	(1,546.7)	(0.0)	0.0	(0.0)
배당지급	(812.3)	(1,004.0)	(257.3)	(250.8)	(250.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>(152.0)</b>	<b>370.4</b>	<b>4,174.3</b>	<b>677.5</b>	<b>(4,451.0)</b>
Unlevered CFO	3,696.2	2,020.8	(978.3)	1,954.2	1,963.1
Free Cash Flow	428.0	(750.8)	(1,095.3)	154.8	1,582.0

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### SK이노베이션



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.4.2	Neutral	100,000	-	-
20.2.1	Neutral	130,000	-16.20%	8.08%
20.1.13	Neutral	140,000	-5.33%	-0.36%
19.7.9	Neutral	180,000	-11.13%	-1.67%
19.4.8	Neutral	190,000	-9.66%	1.84%
19.1.7	Neutral	200,000	-7.28%	-2.25%
18.10.10	Neutral	240,000	-17.59%	-6.04%
18.7.10	BUY	240,000	-17.28%	-6.04%
18.5.15	BUY	280,000	-27.30%	-23.21%
17.9.26	BUY	260,000	-21.83%	-16.35%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.3%	8.7%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 5월 6일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 05월 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2020년 05월 07일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.