

SK이노베이션

BUY(유지)

096770 기업분석 | 정유

목표주가(유지)	117,000원	현재주가(05/06)	100,000원	Up/Downside	+17.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 05. 07

시황 반등 폭에 대한 고민

News

1Q20 영업적자 1.78조원, 유가 급락에 따른 shock: SK이노베이션의 1Q 영업이익은 -1.78조원으로 시장 컨센서스 -8,318억원을 크게 하회했다. 유가 급락(19.12월 평균 Dubai \$65/bbl→20.3월 평균 \$33/bbl, 3월말 \$23/bbl)으로 저가법을 포함한 재고평가손실이 전 사업부에 걸쳐 1.1조원 반영되었다.(석유 9,418억원, 화학 1,393억원, 윤활유 327억원) 정제마진 역시 4Q19 \$5.8/bbl→1Q20 \$4.3/bbl로 급락했으며 가파른 역래강 영향이 겹치며 석유 부문이 -1.6조원의 shock를 시현했다. 화학 역시 역래강, 재고평가손실 반영으로 898억원의 영업적자를 시현했으며 윤활유 역시 부진했다. 기타(배터리/분리막/E&P) 부문은 4Q와 유사했다.

Comment

최악을 지나고 있으나 여전히 시간이 필요: 2Q 영업실적은 -1,610억원으로 부진한 실적이 지속될 것으로 예상한다. 5~6월 유가 급반등이 나타난다면 추정치는 상향될 수 있으나 반등 수준이 Dubai 기준 \$30/bbl에 머문다면 마진 shock를 만회하기 어려워 보인다. 코로나 19에 따른 이동 제한 조치 해제가 지연되면서 휘발유/향공유 수요 shock가 지속되고 있고 특히 향공유의 경우 초유의 역마진 상황이 유지되고 있다. 하반기 실수요 반등을 기다릴 수 밖에 없는 상황이다.

Action

추후 시황 반등 폭에 대한 고민 필요: 정유 시황은 분명 최악의 순간을 지나고 있다. 하반기 정상화 과정에서 마진은 반등할 수 밖에 없으며 실적 역시 상반기 극심한 적자에서 흑자로 터어라운드가 예상된다. 다만 수요 shock 대비 정제설비 가동률을 조정 폭이 크지 않기에 상반기 누적된 석유제품 재고 부담이 커지고 있으며 이는 하반기 마진 반등 폭을 제한할 요소다. 이보다 더 나빠질 수 없는 상황이기에 투자의견 Buy를 유지하나 이익 체력이 크게 감소한 것은 부인할 수 없는 부분이다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	57,300/180,000원
매출액	54,217	49,877	34,882	40,323	44,177	KOSDAQ /KOSPI	658/1,929pt
(증가율)	17.4	-8.0	-30.1	15.6	9.6	시가총액	92,466억원
영업이익	2,103	1,269	-1,300	1,374	1,732	60일-평균거래량	1,003,169
(증가율)	-34.7	-39.6	적전	흑전	26.0	외국인지분율	25.3%
자배주주순이익	1,651	-36	-1,372	569	796	60일-외국인지분율변동추이	-7.6%p
EPS	17.748	-387	-14,837	6,122	8,559	주요주주	SK 외 1 인 33.4%
PER (H/L)	12.8/9.7	NA/NA	NA	15.8	11.3	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	1.2/0.9	1.1/0.8	0.6	0.6	0.6	200	200
EV/EBITDA (H/L)	8.4/7.0	10.8/9.1	119.9	8.9	7.5	SK이노베이션(좌)	
영업이익률	3.9	2.5	-3.7	3.4	3.9	KOSPI지수대비(우)	
ROE	9.1	-0.2	-8.3	3.6	4.9		
주가상승률					1M	3M	12M
절대기준					5.9	-26.5	-44.4
상대기준					-1.6	-15.1	-36.7

도표 1. SK이노베이션 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
연결 매출액	12,772	13,027	12,288	11,788	11,163	6,534	8,142	9,044	49,876	34,882	40,323
%YoY	5.0	-3.1	-17.9	-15.5	-12.6	-49.8	-33.7	-23.3	-8.5	-30.1	15.6
%QoQ	-8.4	2.0	-5.7	-4.1	-5.3	-41.5	24.6	11.1			
석유	9,208	9,464	8,682	8,463	8,033	3,854	5,297	5,994	35,817	23,179	26,729
화학	2,502	2,420	2,458	2,163	1,972	1,469	1,558	1,702	9,543	6,701	7,515
운활유	680	771	727	700	642	560	585	555	2,878	2,342	2,495
E&P/기타	383	373	421	462	516	651	702	792	1,639	2,661	3,584
연결 영업이익	327	493	326	123	-1,775	-161	281	355	1,269	-1,300	1,374
%YoY	-54.0	-42.1	-61.0	흑전	적전	적전	-13.9	189.5	-40.1	적전	흑전
%QoQ	흑전	50.9	-33.8	-62.5	적전	적지	흑전	26.2			
석유	-6	279	66	111	-1,636	-184	211	248	450	-1,362	611
화학	320	184	194	7	-90	71	99	115	706	196	560
운활유	43	74	90	87	29	47	86	78	294	240	350
E&P/기타	-30	-45	-23	-83	-78	-95	-114	-87	-181	-375	-148
영업이익률	2.6	3.8	2.7	1.0	-15.9	-2.5	3.5	3.9	2.5	-3.7	3.4
정유	-0.1	3.0	0.8	1.3	-20.4	-4.8	4.0	4.1	1.3	-5.9	2.3
화학	12.8	7.6	7.9	0.3	-4.6	4.8	6.4	6.8	7.4	2.9	7.5
운활유	6.3	9.6	12.4	12.4	4.5	8.4	14.7	14.1	10.2	10.3	14.0
E&P/기타	-7.8	-11.9	-5.5	-18.0	-15.2	-14.6	-16.3	-10.9	-11.0	-14.1	-4.1

자료: SK 이노베이션, DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	16,635	17,353	13,131	12,281	12,712
현금및현금성자산	1,826	2,196	2,331	1,086	1,032
매출채권및기타채권	5,274	5,017	4,005	4,453	4,843
재고자산	6,152	6,495	4,360	5,040	5,548
비유동자산	19,219	22,173	24,694	26,466	27,064
유형자산	13,685	15,462	18,109	19,990	20,683
무형자산	2,007	1,119	994	884	788
투자자산	3,427	4,315	4,315	4,315	4,315
자산총계	35,853	39,526	39,024	39,946	40,974
유동부채	8,867	10,456	9,471	10,015	10,515
매입채무및기타채무	7,050	7,645	6,259	6,803	7,303
단기应付금및기타채	154	1,132	1,432	1,432	1,432
유동성장기부채	1,214	1,379	1,479	1,479	1,479
비유동부채	7,812	10,860	13,360	13,360	13,360
사채및장기차입금	6,646	8,844	11,344	11,344	11,344
부채총계	16,679	21,316	22,831	23,375	23,875
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	5,766	5,766	5,766
이익잉여금	12,929	12,175	10,803	11,164	11,667
비자본주자분	1,052	742	699	717	741
자본총계	19,174	18,210	16,194	16,571	17,099

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,699	1,826	2,068	1,515	2,245
당기순이익	1,699	66	-1,414	587	820
현금유동이없는비용및수익	1,997	1,955	1,286	1,809	2,108
유형및무형자산상각비	927	1,208	1,479	1,228	1,403
영업관련자산부채변동	-1,158	535	1,749	-630	-331
매출채권및기타채권의감소	220	294	1,012	-448	-390
재고자산의감소	-477	-67	2,135	-680	-508
마이너스부채및기타채무의증가	-650	236	-1,386	544	500
투자활동현금흐름	-2,469	-3,167	-2,619	-2,262	-1,592
CAPEX	-1,272	-2,577	-4,000	-3,000	-2,000
투자자산의순증	-452	-833	70	70	70
재무활동현금흐름	604	1,686	1,886	-498	-707
사채및원금의증가	2,400	4,237	2,900	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-812	-1,004	0	-42	-251
기타현금흐름	14	25	-1,200	0	0
현금의증가	-152	370	135	-1,245	-53
기초현금	1,978	1,826	2,196	2,331	1,086
기말현금	1,826	2,196	2,331	1,086	1,032

자료: SK 이노베이션, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	54,217	49,877	34,882	40,323	44,177
매출원가	50,251	46,746	34,881	37,444	40,796
매출총이익	3,965	3,131	2	2,879	3,381
판관비	1,862	1,862	1,302	1,505	1,649
영업이익	2,103	1,269	-1,300	1,374	1,732
EBITDA	3,030	2,478	178	2,602	3,134
영업외손익	284	-893	-561	-536	-560
금융순익	232	-547	-317	-392	-416
투자순익	155	54	70	70	70
기타영업외손익	-103	-400	-314	-214	-214
세전이익	2,387	376	-1,861	838	1,172
증단사업이익	13	0	0	0	0
당기순이익	1,699	66	-1,414	587	820
자비주주지분순이익	1,651	-36	-1,372	569	796
비자본주주지분순이익	48	102	-42	18	25
총포괄이익	1,806	151	-1,414	587	820
증감률(%YoY)					
매출액	17.4	-8.0	-30.1	15.6	9.6
영업이익	-34.7	-39.6	적전	흑전	26.0
EPS	-21.6	적전	적자	흑전	39.8

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

주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	17,748	-387	-14,837	6,122	8,559
BPS	193,382	186,398	165,339	169,183	174,552
DPS	8,000	0	0	2,500	3,500
Multiple(배)					
P/E	10.1	NA	NA	15.8	11.3
P/B	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	7.0	9.8	119.9	8.9	7.5
수익성(%)					
영업이익률	3.9	2.5	-3.7	3.4	3.9
EBITDA마진	5.6	5.0	0.5	6.5	7.1
순이익률	3.1	0.1	-4.1	1.5	1.9
ROE	9.1	-0.2	-8.3	3.6	4.9
ROA	4.8	0.2	-3.6	1.5	2.0
ROIC	7.6	1.0	-4.3	3.9	4.7
안정성및기타					
부채비율(%)	87.0	117.1	141.0	141.1	139.6
이자보상배율(배)	8.1	3.7	-3.2	3.0	3.8
배당성향(배)	41.1	0.0	0.0	35.1	35.1

Compliance Notice

- 지로 별간일 현재 본 자료는 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 별간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 별간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 별간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 별행주식수 변동 시 목표주기와 괴리율은 수정주기를 기준으로 신출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
17/11/13	Buy	280,000	-27.8	-19.5			
18/11/13				-33.0	-26.6		
19/01/15	Buy	230,000	-24.2	-15.0			
19/09/30	Buy	220,000	-29.2	-23.2			
20/01/07	Buy	185,000	-27.9	-24.6			
20/02/03	Buy	160,000	-31.4	-12.2			
20/03/30	Buy	117,000	-	-			

주: *표는 담당자 변경

SK이노베이션 현주가 및 목표주가 차트

