

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) 정체마진 역시 4Q19 \$5.8/bbl→1Q20 \$4.3/bbl로 급락했으며 가파른 역래깅 영향이 겹치며 석유 부문이 -1.6조원의 shock를 시현했다. 화학 역시 역래깅, 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 예상된다. 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/항공유 수요 shock가 지속되고 있고 특히 항공유의 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 턴어라운드가 예상된다. 다만 수요 shock 대비 정체설비 가동률 조정 폭이 크지 않기에 상반기 누적된 석유제품 재고 부담이 커지고 있으며 이는 하반기 마진 반등 폭을 제한할 요소다. 이보다 더 나빠질 수 없는 상황이기에 투자이견 Buy를 유지하나 이익 체력이 크게 감소한 것은 부인할 수 없는 부분이다.

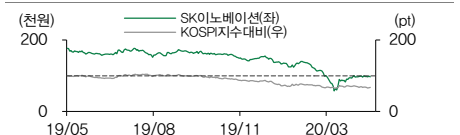
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|----------|----------|---------|--------|--------|
| FYE Dec | | | | | |
| 매출액 | 54,217 | 49,877 | 34,882 | 40,323 | 44,177 |
| (증가율) | 17.4 | -8.0 | -30.1 | 15.6 | 9.6 |
| 영업이익 | 2,103 | 1,269 | -1,300 | 1,374 | 1,732 |
| (증가율) | -34.7 | -39.6 | 적전 | 흑전 | 26.0 |
| 지배주주순이익 | 1,651 | -36 | -1,372 | 569 | 796 |
| EPS | 17,748 | -387 | -14,837 | 6,122 | 8,559 |
| PER (H/L) | 12.8/9.7 | NA/NA | NA | 15.8 | 11.3 |
| PBR (H/L) | 1.2/0.9 | 1.1/0.8 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| EV/EBITDA (H/L) | 8.4/7.0 | 10.8/9.1 | 119.9 | 8.9 | 7.5 |
| 영업이익률 | 3.9 | 2.5 | -3.7 | 3.4 | 3.9 |
| ROE | 9.1 | -0.2 | -8.3 | 3.6 | 4.9 |

Stock Data

| | |
|----------------|-----------------|
| 52주 최저/최고 | 57,300/180,000원 |
| KOSDAQ /KOSPI | 658/1,929pt |
| 시가총액 | 92,466억원 |
| 60일-평균거래량 | 1,003,169 |
| 외국인지분율 | 25.3% |
| 60일-외국인지분율변동추이 | -7.6%p |
| 주요주주 | SK 외 1인 33.4% |



| 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 |
| 운할유 | 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 |
| 운할유 | 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 |
| 운할유 | 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 |
| 단기차입금및담보대출 | 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 |
| 비지배주주지분 | 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 |
| 현금유출이없는비용및수익 | 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 |
| 매입채무및기타채무의증가 | -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 |
| 사채및차입금의 증가 | 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: SK이노베이션 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 |
| 판매비 | 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 |
| 금융손익 | 232 | -547 | -317 | -392 | -416 |
| 투자손익 | 155 | 54 | 70 | 70 | 70 |
| 기타영업외손익 | -103 | -400 | -314 | -214 | -214 |
| 세전이익 | 2,387 | 376 | -1,861 | 838 | 1,172 |
| 중단사업이익 | 13 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 1,699 | 66 | -1,414 | 587 | 820 |
| 지배주주지분순이익 | 1,651 | -36 | -1,372 | 569 | 796 |
| 비지배주주지분순이익 | 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 | 작전 | 흑전 | 26.0 |
| EPS | -21.6 | 작전 | 작지 | 흑전 | 39.8 |

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

주요 투자지표

| 12월 결산원 % 배 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당이익(원) | 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

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

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

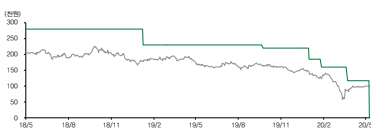
가업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

SK이노베이션 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

| 일자 | 투자이전 | 목표주가 | 괴리율(%) 평균 최고/최저 | 일자 | 투자이전 | 목표주가 | 괴리율(%) 평균 최고/최저 |
|----------|------|---------|--------------------|----|------|------|--------------------|
| 17/11/13 | Buy | 280,000 | -27.8 -19.5 | | | | |
| 18/11/13 | | 1년경과 | -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