

2020. 5. 6



## ▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 위정원

02. 6454-4883

jungwon.wee@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 130,000 원

현재주가 (5.6) 100,000 원

상승여력 30.0%

KOSPI 1,928.76pt

시가총액 92,466억원

발행주식수 9,247만주

유동주식비율 55.64%

외국인비중 25.29%

52주 최고/최저가 180,000원/57,300원

평균거래대금 967.8억원

## 주요주주(%)

SK 외 1인 33.41

국민연금공단 10.44

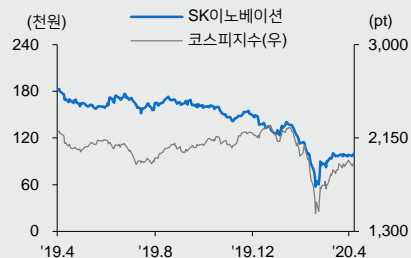
## 주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 5.9 -37.3 -44.4

상대주가 -1.6 -30.3 -36.7

## 주가그래프



## SK이노베이션 096770

## 2H20 Turn-around

- ✓ 1Q20 분기 사상 최대규모의 영업적자 -1.8조원 기록: 전사 재고손실 -1.1조원 반영
- ✓ 2Q20 적자폭 축소, 2H20 흑자전환 예상: 바닥친 유가 & OSP 디스카운트 반영
- ✓ 2H20 운송용 수요, IMO2020 선박연료 규제 이행을 상승으로 마진 추가 개선 기대
- ✓ 20년 연말 유가 궤적 WTI 37달러/배럴, 유가와 마진에 근거한 분기 이익 회복 전망  
유가와 정제마진은 바닥대비 회복. 단, 절대규모는 기존 전망 대비 level-down  
투자의견 Buy 유지하나, 적정주가는 13만원으로 조정

## 1Q20 분기 사상 최대규모의 영업적자 1.8조원과 20년 연간 적자 불가피

동사는 금일 분기 사상 최대 규모의 영업적자 -1.8조원을 발표했다. 3월 OPEC+의 감산 합의 불확실성에 따른 유가 급락 탓에 재고손실규모는 당사 예상치(-7,416억원)를 하회한 -1.1조원이 발생했다. 사업부별 흐름은 (1) 석유: 유가 급락과 제품별 수요 악화(Covid-19 위기감 고조되며 지역별 이동제한 확대-Jet유, 휘발유, 디젤 부진), (2) 화학: 나프타 재고손실 발생과 아로마틱스 체인 수익성 악화, (3) 윤활유: 수요 둔화 및 B-C 강세에 따른 스프레드 하락, (4) EV배터리: 전분기 대비 적자규모 축소이다. 영업외손익 특이사항은 화학설비 가동중단 결정에 따른 손실 -656억원(20년 연말 NCC와 EPDM 가동중단)이 반영되었다.

## 2Q20 적자폭 축소, 재고손실 -3,360억원 반영

## 현 시점 정유업황 bottom 구간, 회복에 필요한 signal 확인 필요

동사의 2Q20 예상적자는 -5,769억원을 추정, 점진적 수익성 개선을 예상한다. 회복의 근거는 (1) OSP 디스카운트에 따른 이익 증가 총 1.1조원 추정, (2) 2020년 연말 유가 궤적 WTI 37달러/배럴, (3) 2H20 지역간 이동제한 해제 및 상업활동 정상화는 필연적으로 석유제품 수요 증가에 긍정적이다.

## 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 13만원 제시

동사에 투자의견 Buy와 적정주가 13만원(20년 추정치 기준 PBR 0.7배)를 제시한다. OSP 단가 인하에 따른 마진개선을 시작으로 2H20 대외변수 불확실성 해소로 이익 회복 가시성이 높아진 점에 주목한다. 경쟁사 대비 동사의 주가 차별화 요인은 (1) 2H20 VRDS 출하량 정상화와 마진 개선으로 이익 추정치 상향, (2) EV배터리 가치(20년 추정 5조원), (3) LIBS분리막 가치(2.3조원)이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	54,216.5	2,103.2	1,651.1	17,748	-20.9	193,382	10.1	0.9	7.0	9.1	87.0
2019	49,876.5	1,269.3	-35.7	-428	-96.3	186,398	-350.7	0.8	9.0	-0.2	117.1
2020E	48,330.8	-1,511.6	-982.8	-10,634	-1,680.4	175,906	-9.1	0.5	-36.3	-5.8	152.2
2021E	57,043.2	1,641.1	1,027.8	11,094	-204.3	185,446	8.7	0.5	8.6	6.1	169.1
2022E	65,938.2	1,948.0	1,268.9	13,662	23.2	195,060	7.1	0.5	8.2	7.1	181.5

표1 SK이노베이션 1Q20실적 Review

(십억원)	1Q20P	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	11,163.0	12,848.6	-13.1	11,551.8	-3.4	11,027.9	1.2	8,775.6	27.2
영업이익	-1,775.2	331.1	적전	110.5	적전	-679.4	적자확대	-1,087.6	적자확대
세전이익	-2,047.2	304.8	적전	-436.6	적지	-788.8	적자확대	-1,141.3	적자확대
순이익(지배주주)	-1,558.0	195.8	적전	-530.7	적지	-536.5	적자확대	-972.9	적자확대

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 SK이노베이션 분기별 추정 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	12,848.6	13,103.6	12,372.5	11,551.8	11,163.0	10,816.9	12,839.6	13,511.3	49,876.5	48,330.7	57,043.2
석유	8,759.6	9,463.6	8,682.0	8,463.1	8,033.1	7,800.5	9,591.8	10,172.6	35,368.3	35,598.0	41,455.2
화학	2,501.6	2,419.8	2,457.9	2,163.2	1,972.2	1,875.7	1,982.2	2,010.6	9,542.5	7,840.7	9,276.4
루브리컨츠	756.5	846.8	811.4	699.8	641.8	675.7	746.6	750.6	3,114.5	2,814.6	2,975.5
석유개발	175.6	163.9	164.0	165.2	134.3	28.9	29.6	36.1	668.7	229.0	137.0
기타	206.9	209.5	257.2	297.2	381.6	436.1	489.4	541.5	970.8	1,848.5	3,199.2
영업이익	331.1	497.6	330.1	110.5	-1,775.2	-576.9	362.0	478.4	1,269.3	-1,511.6	1,641.1
%OP	2.6%	3.8%	2.7%	1.0%	-15.9%	-5.3%	2.8%	3.5%	2.5%	-3.1%	2.9%
석유	-6.3	279.3	65.9	111.4	-1,636.0	-657.6	279.1	353.4	450.3	-1,661.1	1,267.0
화학	320.3	184.5	193.6	7.3	-89.8	206.5	148.9	124.5	705.7	390.0	545.9
루브리컨츠	47.1	78.2	93.6	86.9	28.9	-16.9	26.3	43.1	305.8	81.5	257.1
석유개발	55.4	51.0	48.5	41.2	-45.3	6.9	7.1	8.7	196.1	-22.6	32.9
기타	-85.4	-95.5	-71.5	-124.3	-123.6	-115.8	-99.4	-51.2	-376.7	-390.1	-461.7
세전이익	304.8	258.0	250.3	-436.6	-2,047.2	96.1	277.3	385.3	376.5	-1,288.6	1,359.0
순이익(지배주주)	195.8	147.0	152.2	-530.7	-1,558.0	72.4	208.8	294.0	-35.7	-982.8	1,027.8
%YoY											
매출액	5.6	-2.5	-17.3	-15.4	-13.1	-17.5	3.8	17.0	-8.0	-3.1	18.0
영업이익	-53.5	-41.6	-60.5	흑전	적전	적전	9.7	332.8	-39.6	-219.1	-208.6
세전이익	-55.1	-65.3	-64.1	적전	적전	-62.8	10.8	흑전	-84.3	-442.3	-205.5
순이익(지배)	-57.3	-70.6	-65.8	적전	적전	-50.8	37.2	흑전	-102.2	2,650.0	-204.6
%QoQ											
매출액	-5.9	2.0	-5.6	-6.6	-3.4	-3.1	18.7	5.2			
영업이익	흑전	50.3	-33.7	-66.5	적전	적지	흑전	32.1			
세전이익	6.3	-15.3	-3.0	적전	적지	흑전	188.6	39.0			
순이익(지배)	-21.5	-24.9	3.5	적전	적지	흑전	188.6	40.8			

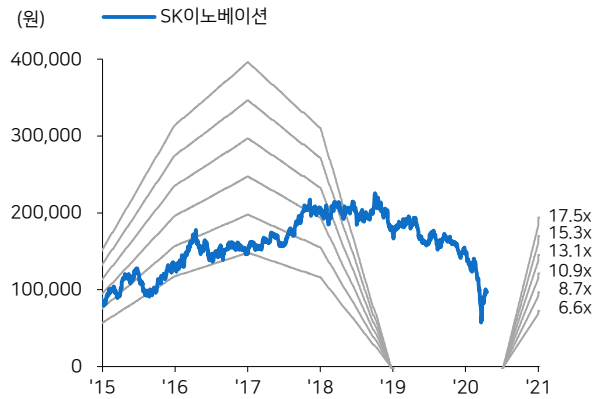
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 SK이노베이션의 EV배터리부문 실적 추정

(십억원)	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E
매출액	409.5	436.1	489.4	541.5	688.0	762.5	837.4	911.2	1,876.4	3,199.2
영업이익	-104.9	-115.8	-99.4	-51.2	-191.2	-144.0	-86.8	-39.7	-371.4	-461.7
이익률(%)	-25.6	-26.6	-20.3	-9.5	-27.8	-18.9	-10.4	-4.4	-20.5	-15.4

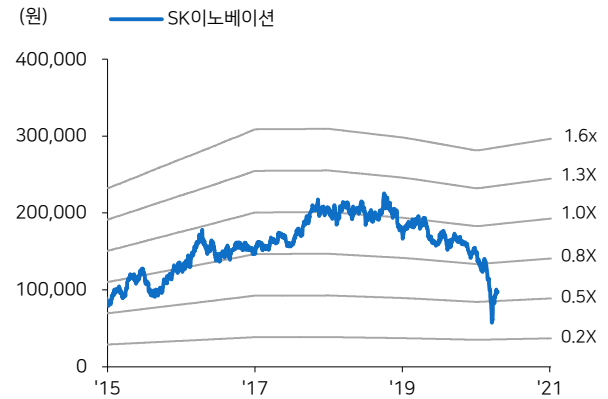
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



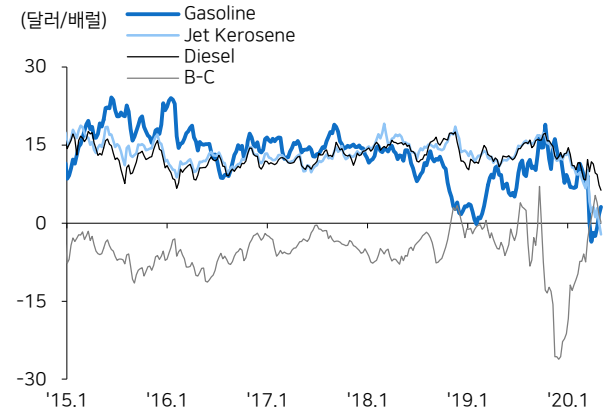
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 유가 추이



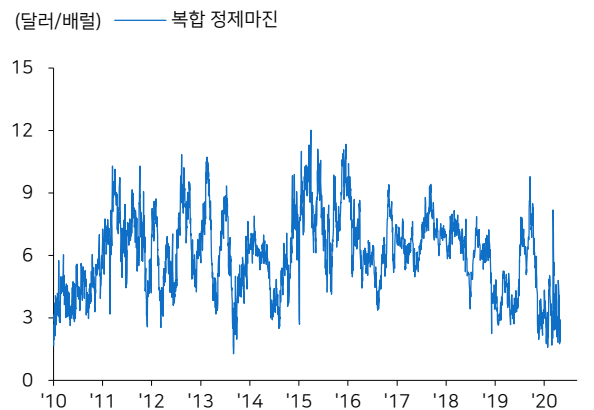
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 제품별 마진 동향



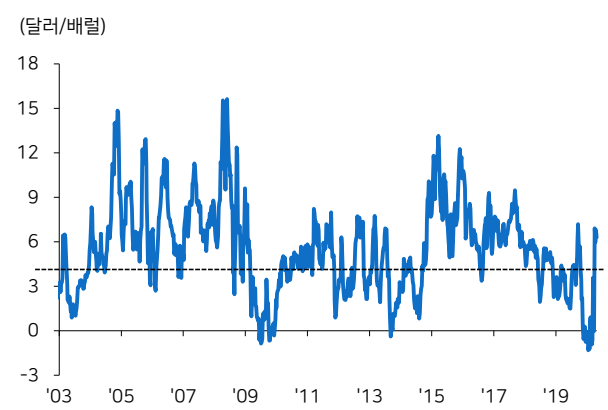
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 정제마진 추이



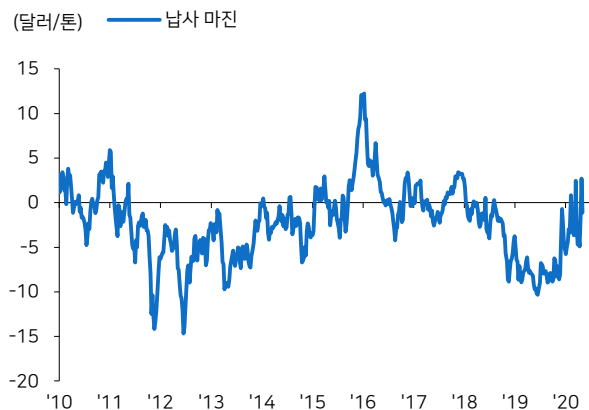
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 OSP 감안한 복합 정제마진 추이



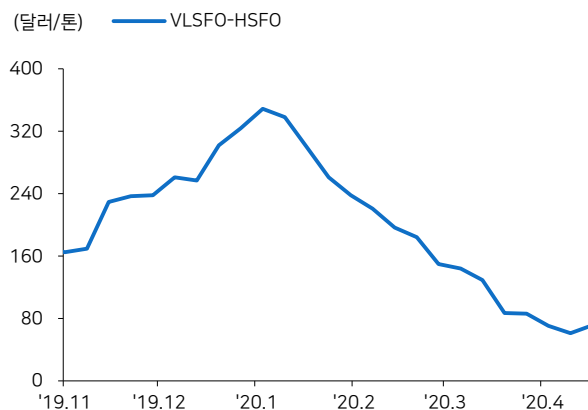
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 납사 마진 추이



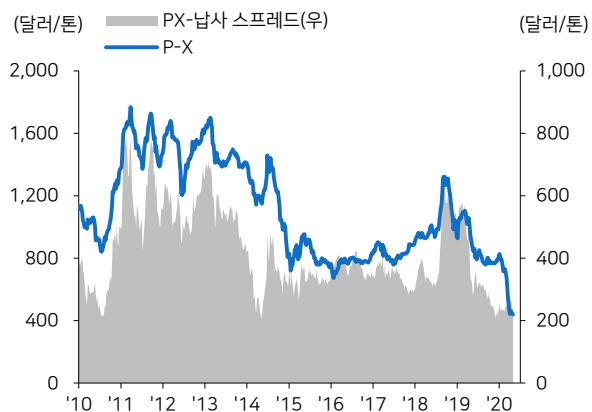
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 LSFO-HSFO 가격 추이



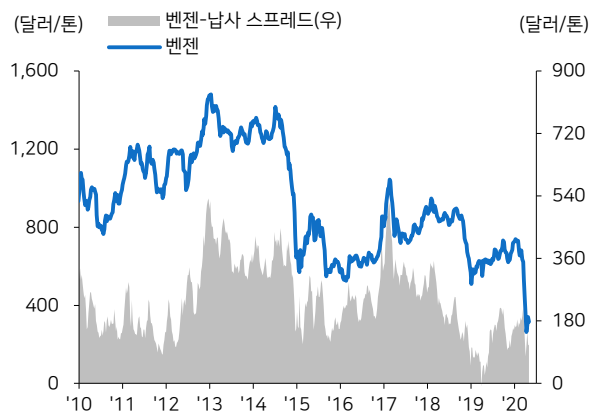
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 P-X 스프레드



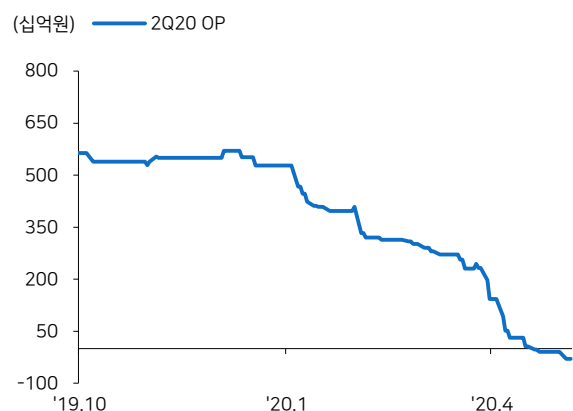
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 벤젠 스프레드



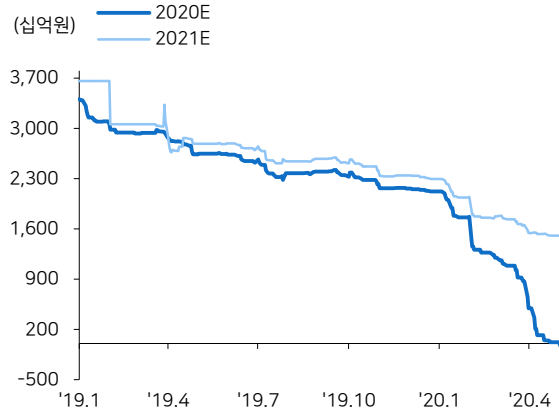
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 SK이노베이션 2Q20 영업이익 컨센서스 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 SK이노베이션 연간 영업이익 컨센서스 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

## SK 이노베이션 (096770)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	54,216.5	49,876.5	48,330.8	57,043.2	65,938.2
매출액증가율 (%)	17.4	-8.0	-3.1	18.0	15.6
매출원가	50,251.2	46,745.6	48,225.1	53,493.9	61,782.8
매출총이익	3,965.3	3,130.9	105.6	3,549.4	4,155.4
판매관리비	1,862.2	1,861.6	1,617.2	1,908.2	2,207.4
영업이익	2,103.2	1,269.3	-1,511.6	1,641.1	1,948.0
영업이익률	3.9	2.5	-3.1	2.9	3.0
금융손익	232.1	-547.1	-502.8	-397.1	-389.8
종속/관계기업손익	155.2	54.2	135.8	295.0	295.0
기타영업외손익	-102.9	-400.0	590.0	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	2,387.5	376.5	-1,288.6	1,359.0	1,693.2
법인세비용	701.5	310.7	-309.6	335.2	414.2
당기순이익	1,699.1	65.8	-979.3	1,023.7	1,263.8
지배주주지분 순이익	1,651.1	-35.7	-982.8	1,027.8	1,268.9

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	16,634.7	17,352.8	18,525.2	21,194.2	23,629.4
현금및현금성자산	1,825.6	2,196.0	797.6	927.2	1,543.9
매출채권	4,413.9	4,138.3	4,840.3	5,533.7	6,030.2
재고자산	6,151.9	6,495.2	7,597.0	8,685.3	9,464.6
비유동자산	19,218.7	22,173.3	24,932.2	27,575.0	29,908.4
유형자산	13,685.0	15,462.4	17,627.9	19,679.9	21,604.8
무형자산	2,007.0	1,118.9	1,043.2	973.2	908.5
투자자산	3,427.0	4,314.7	4,983.8	5,644.7	6,117.9
자산총계	35,853.4	39,526.1	43,457.4	48,769.2	53,537.8
유동부채	8,866.6	10,456.4	13,784.2	16,945.6	19,608.9
매입채무	4,588.3	4,928.2	5,764.2	6,589.9	7,181.2
단기차입금	153.7	1,132.0	1,932.0	2,652.0	3,292.0
유동성장기부채	1,213.9	1,378.6	1,978.6	2,578.6	3,178.6
비유동부채	7,812.5	10,860.1	12,442.9	13,703.4	14,912.7
사채	5,471.4	7,176.5	7,776.5	8,256.5	8,736.5
장기차입금	1,174.8	1,667.2	2,467.2	3,067.2	3,667.2
부채총계	16,679.1	21,316.4	26,227.1	30,649.0	34,521.6
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
기타포괄이익누계액	97.0	194.9	194.9	194.9	194.9
이익잉여금	12,928.5	12,175.2	11,192.0	12,086.0	12,987.0
비지배주주지분	1,051.6	741.5	745.5	741.4	736.3
자본총계	19,174.3	18,209.6	17,230.3	18,120.2	19,016.2

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,699.5	1,825.8	-573.5	1,461.2	2,039.6
당기순이익(손실)	1,699.1	65.8	-979.3	1,027.8	1,263.8
유형자산상각비	833.7	1,083.0	834.5	1,088.0	1,155.1
무형자산상각비	92.9	125.2	75.7	70.0	64.7
운전자본의 증감	-1,158.2	535.3	-504.3	-720.6	-444.1
투자활동 현금흐름	-2,469.4	-3,166.8	-4,083.8	-4,210.6	-3,846.6
유형자산의증가(CAPEX)	-1,271.5	-2,576.6	-3,000.0	-3,140.0	-3,080.0
투자자산의감소(증가)	-451.6	-833.5	-669.1	-660.9	-473.2
재무활동 현금흐름	604.3	1,686.1	3,258.8	2,878.9	2,423.8
차입금의 증감	2,400.5	4,236.8	3,382.4	2,912.4	2,791.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-152.0	370.4	-1,398.4	129.6	616.8
기초현금	1,977.6	1,825.6	2,196.0	797.6	927.2
기말현금	1,825.6	2,196.0	797.6	927.2	1,543.9

## Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	586,343	539,407	522,689	616,913	713,111
EPS(지배주주)	17,748	-428	-10,634	11,094	13,662
CFPS	39,974	21,855	222	31,724	35,711
EBITDAPS	32,767	26,794	-6,504	30,273	34,259
BPS	193,382	186,398	175,906	185,446	195,060
DPS	8,000	3,000	0	1,600	4,400
배당수익률(%)	4.5	2.0	0.0	1.7	4.6
Valuation(Multiple)					
PER	10.1	-350.7	-9.1	8.7	7.1
PCR	4.5	6.9	436.6	3.0	2.7
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
PBR	0.9	0.8	0.5	0.5	0.5
EBITDA	3,029.8	2,477.6	-601.4	2,799.2	3,167.8
EV/EBITDA	7.0	9.0	-36.3	8.6	8.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.1	-0.2	-5.8	6.1	7.1
EBITDA 이익률	5.6	5.0	-1.2	4.9	4.8
부채비율	87.0	117.1	152.2	169.1	181.5
금융비용부담률	0.5	0.7	1.0	0.8	0.7
이자보상배율(x)	8.1	3.7	-3.3	3.4	4.1
매출채권회전율(x)	11.7	11.7	10.8	11.0	11.4
재고자산회전율(x)	8.9	7.9	6.9	7.0	7.3

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.07.03	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-18.4	-10.4	
2018.10.01	산업분석	Buy	275,000	노우호	-27.8	-18.0	
2019.01.08	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-29.4	-18.5	
2020.01.08	1년 경과				-43.0	-41.9	
2020.01.20	산업분석	Buy	210,000	노우호	-38.1	-35.5	
2020.02.03	기업브리프	Buy	180,000	노우호	-29.3	-21.9	
2020.03.09	산업브리프	Buy	155,000	노우호	-48.4	-35.2	
2020.03.25	산업브리프	Buy	135,000	노우호	-30.3	-25.6	
2020.05.06	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-	-	