기업브리프

키움증권
2020.07.13

실적 Preview

SK이노베이션 (096770)

습식 분리막, Top-Tier 업체

BUY(Maintain)
목표주가: 160,000원
주가(07/10): 130,500원
시가총액: 120,668억원

화학/정유
Analyst 이동욱
02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

SK이노베이션의 올해 2분기 영업이익은 -3,604억원으로 전 분기 대비 손실이 큰 폭으로 감소할 전망입니다. 일부 부정적인 요인들에도 불구하고, 유가 상승으로 재고평가손실이 큰 폭으로 축소되고, OSP 하락으로 전 분기 대비 복합정제마진이 소폭 개선될 것으로 전망되기 때문입니다. 한편 동사는 분리막부문의 IPO를 준비하고 있는데, 분리막부문 기업가치(보수적 추정치)는 현재 시가총액의 25~30% 수준으로 평가됩니다.

Stock Data

KOSPI(07/10)		2,150.25pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	177,000원	57,300원
등락률	-26.3%	127.7%
수익률	절대	상대
1M	4.8%	7.0%
6M	-5.4%	-3.0%
1Y	-21.1%	-24.5%

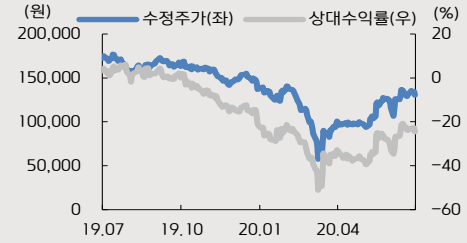
Company Data

발행주식수		92,466천주
일평균 거래량(3M)		876천주
외국인 지분율		24.0%
배당수익률(20E)		2.3%
BPS(20E)		169,598원
주요 주주	SK 외 1인	33.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	54,216.5	49,876.5	36,696.9	46,741.2
영업이익	2,103.2	1,269.3	-1,526.4	1,928.9
EBITDA	3,029.8	2,477.6	-352.8	3,331.4
세전이익	2,387.5	376.5	-1,861.5	644.3
순이익	1,699.0	65.8	-1,452.0	502.5
지배주주지분순이익	1,651.1	-35.7	-1,408.4	487.5
EPS(원)	17,619	-381	-15,029	5,202
증감률(%YoY)	-21.5	적전	적지	흑전
PER(배)	10.2	-393.3	-8.7	25.1
PBR(배)	0.93	0.80	0.77	0.77
EV/EBITDA(배)	7.0	9.1	-63.9	7.4
영업이익률(%)	3.9	2.5	-4.2	4.1
ROE(%)	9.1	-0.2	-8.4	3.1
순부채비율(%)	18.1	42.2	58.3	70.9

Price Trend



>>> 올해 2분기, 전 분기 대비 큰 폭의 손실 축소 전망

SK이노베이션의 올해 2분기 영업이익은 -3,604억원으로 전 분기 대비 손실이 큰 폭으로 감소할 전망이다. 방향족(PX/벤젠) 스프레드 축소 및 일부 정기보수(No.5 CDU)/No.1 FCC 등)에 따른 물량 감소에도 불구하고, 1) 석유화학 중 올레핀부문은 나프타 가격 하락에 따른 원가 개선 효과로 견고한 실적이 유지될 전망이고, 2) 유가 상승으로 정유부문 재고평가손실이 전 분기 대비 큰 폭으로 감소할 예상이며, 3) OSP 하락으로 복합정제마진이 소폭 개선될 것으로 전망되기 때문이다.

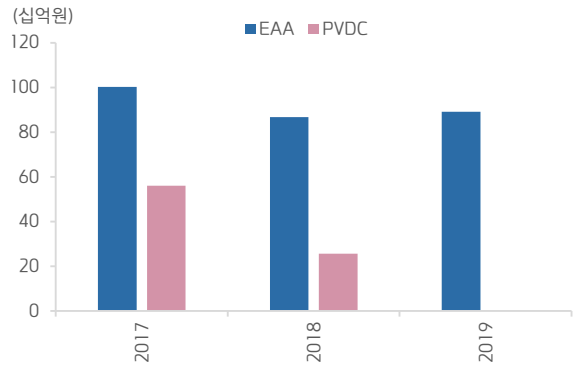
>>> 화학, 스페셜티 비중 확대 추진

동사의 자회사인 SK종합화학은 지난 달 프랑스 Arkema 고기능성 폴리올레핀 사업을 인수 완료하였다. 이에 2분기부터 동사 연결 실적에 반영될 것으로 보인다. 인수하는 제품(EA/Terpolymer/EVA/MaH-G)은 식품 포장, 케이블, 자동차용 충격 보강재, 파이프 코팅 등에 사용되는데, 기술적 난이도 필요하여, 세계 일부 화학업체(DuPont/Mitsui)들이 과점하고 있는 것으로 추정된다. 다우케미칼 EAA/PVDC와 이번 Arkema 인수로 동사는 범용 화학제품에서 친환경 및 고부가(패키징/오토모티브) 화학제품으로 포트폴리오 다각화 효과가 발생할 전망이다. 한편 기인수한 EAA/PVDC는 당초 예상 대비 실적이 부진한 상황이나, 영업권 상각 등으로 올해부터는 실적 개선이 예상된다.

>>> 내년 분리막 생산능력, 12.1억m2로 확대

동사는 전기차 시장 수요 급증에 따른 분리막 수요 동반 상승에 대응하기 위하여 국내, 중국, 폴란드 등 국내/외 분리막 생산능력을 확대하고 있다. 작년 증평 공장 증설(No.12/13)로 생산능력이 5.3억m2로 확대되었고, 올해 중국 창저우(3.4억m2), 내년 폴란드 실롱스크주(3.4억m2)로 내년 말 기준 생산능력은 12.1억m2로 증가하며, 습식 분리막 Top-Tier 업체가 될 전망이다. 또한 동사는 2025년까지 분리막 생산능력을 25.3억m2로 확대하며, 성장성이 큰 분리막 시장의 점유율을 10% 수준으로 유지하는 것으로 목표로 하고 있는 것으로 보인다. 또한 베이스/코팅 제품 수율/가동률 및 보수적 ASP를 가정하면, 12.1억m2를 가동 시 분리막부문 가치는 3~4조원 수준으로 평가된다.

SK이노베이션 EAA/PVDC 영업권 추이



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

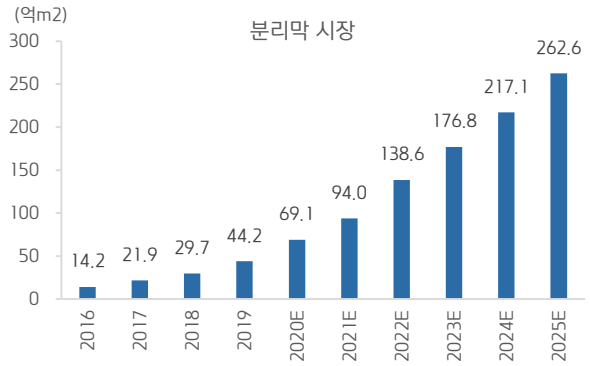
Arkema Functional Polyolefin부문 실적 추이

(단위: 백만 유로)

구분	2015	2016	2017	2018
매출액	224	231	248	249
영업이익	18	22	28	19
EBITDA	29	32	36	28
영업이익률	8.0%	9.5%	11.3%	7.6%
EBITDA %	12.9%	13.9%	14.5%	11.2%

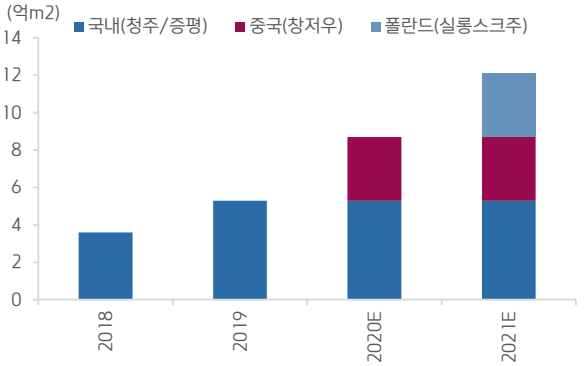
자료: Arkema, 키움증권 리서치

세계 분리막 수요/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 분리막 생산능력 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	12,849	13,104	12,373	11,552	11,163	7,636	8,463	9,434	46,163	54,217	49,877	36,697	46,741
석유	8,760	9,464	8,682	8,463	8,033	5,230	5,771	6,325	33,337	39,194	35,368	25,359	31,684
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
윤활유	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	-360	212	397	3,222	2,103	1,281	-1,526	1,929
%OP	2.6%	3.8%	2.7%	1.1%	-15.9%	-4.7%	2.5%	4.2%	7.0%	3.9%	2.6%	-4.2%	4.1%
석유	-6	279	66	111	-1,636	-331	188	289	1,502	713	450	-1,490	1,088
화학	320	185	194	7	-90	55	103	178	1,377	1,118	706	245	678
윤활유	47	78	94	87	29	36	39	45	505	461	306	150	236
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	36,696.9	46,741.2	49,078.3
매출원가	50,251.2	46,745.6	36,817.5	43,034.4	44,755.8
매출총이익	3,965.3	3,130.9	-120.6	3,706.8	4,322.4
판관비	1,862.2	1,861.6	1,405.9	1,777.9	1,867.5
영업이익	2,103.2	1,269.3	-1,526.4	1,928.9	2,455.0
EBITDA	3,029.8	2,477.6	-352.8	3,331.4	3,934.7
영업외손익	284.3	-892.8	-335.1	-1,284.6	-1,300.2
이자수익	87.9	99.9	122.0	119.2	149.1
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
종속 및 관계기업손익	155.2	54.2	942.0	53.0	65.1
기타	401.3	-598.5	-585.4	-585.4	-585.4
법인세차감전이익	2,387.5	376.5	-1,861.5	644.3	1,154.8
법인세비용	701.5	310.7	-409.5	141.7	254.1
계속사업순손익	1,686.0	65.8	-1,452.0	502.5	900.7
당기순이익	1,699.0	65.8	-1,452.0	502.5	900.7
지배주주순이익	1,651.1	-35.7	-1,408.4	487.5	873.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	17.4	-8.0	-26.4	27.4	5.0
영업이익 증감율	-34.7	-39.6	-220.3	-226.4	27.3
EBITDA 증감율	-26.5	-18.2	-114.2	-1,044.3	18.1
지배주주순이익 증감율	-21.5	-102.2	3,845.1	-134.6	79.2
EPS 증감율	-21.5	적전	적지	흑전	79.2
매출총이익율(%)	7.3	6.3	-0.3	7.9	8.8
영업이익률(%)	3.9	2.5	-4.2	4.1	5.0
EBITDA Margin(%)	5.6	5.0	-1.0	7.1	8.0
지배주주순이익률(%)	3.0	-0.1	-3.8	1.0	1.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	16,634.7	17,352.8	15,328.8	17,517.2	19,439.7
현금 및 현금성자산	1,825.6	2,196.0	3,486.0	3,597.3	5,194.4
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	3,691.2	4,701.5	4,936.6
재고자산	6,151.9	6,495.2	4,778.9	6,086.9	6,391.3
기타유동자산	3,382.8	3,644.7	3,372.7	3,131.5	2,917.4
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	1,318.1	1,318.0	1,318.0
자산총계	35,853.4	39,526.1	39,888.0	43,244.3	46,269.6
유동부채	8,866.6	10,456.4	9,436.2	10,740.0	11,314.7
매입채무 및 기타채무	7,049.6	7,645.0	6,624.8	7,928.7	8,503.3
단기금융부채	1,367.6	2,510.6	2,510.6	2,510.6	2,510.6
기타유동부채	449.4	300.8	300.8	300.7	300.8
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	23,296.3	26,600.1	29,174.7
지배지분	18,122.6	17,468.1	15,893.7	15,931.1	16,354.8
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	10,516.0	10,468.5	10,807.3
비지배지분	1,051.6	741.5	698.0	713.1	740.1
자본총계	19,174.3	18,209.6	16,591.7	16,644.2	17,094.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,699.5	1,825.8	1,784.7	630.2	2,427.3
당기순이익	1,699.0	65.8	-1,452.0	502.5	900.7
비현금항목의 가감	1,997.1	1,955.0	1,054.1	1,882.0	2,085.4
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	62.0	671.9	810.2
영업활동자산부채증감	-1,158.2	535.3	2,028.3	-1,298.6	35.2
매출채권및기타채권의감소	220.3	293.6	1,325.7	-1,010.3	-235.1
재고자산의감소	-477.4	-67.0	1,716.3	-1,308.0	-304.3
매입채무및기타채무의증가	-649.7	235.6	-1,020.2	1,303.8	574.6
기타	-251.4	73.1	6.5	-284.1	0.0
기타현금흐름	-838.4	-730.3	154.3	-455.7	-594.0
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	1,290.0	111.3	1,597.1
기초현금 및 현금성자산	1,977.6	1,825.6	2,196.0	3,486.0	3,597.3
기말현금 및 현금성자산	1,825.6	2,196.0	3,486.0	3,597.3	5,194.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	17,619	-381	-15,029	5,202	9,323
BPS	193,382	186,398	169,598	169,997	174,518
CFPS	39,441	21,564	-4,246	25,445	31,864
DPS	8,000	3,000	3,000	6,400	6,400
주가배수(배)					
PER	10.2	-393.3	-8.7	25.1	14.0
PER(최고)	12.9	-519.2	-10.2		
PER(최저)	9.8	-369.7	-3.7		
PBR	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
PBR(최고)	1.2	1.1	0.9		
PBR(최저)	0.9	0.8	0.3		
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
PCFR	4.6	7.0	-30.7	5.1	4.1
EV/EBITDA	7.0	9.1	-63.9	7.4	6.4
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	41.1	396.6	-17.0	104.9	58.5
배당수익률(%,보통주,현금)	4.5	2.0	2.3	4.9	4.9
ROA	4.8	0.2	-3.7	1.2	2.0
ROE	9.1	-0.2	-8.4	3.1	5.4
ROIC	8.8	0.6	-5.3	6.5	7.9
매출채권회전율	10.1	9.7	8.4	11.1	10.2
재고자산회전율	8.9	7.9	6.5	8.6	7.9
부채비율	87.0	117.1	140.4	159.8	170.7
순차입금비율	18.1	42.2	58.3	70.9	72.6
이자보상배율	8.1	3.7	-3.6	4.0	4.6
총차입금	8,014.5	12,292.4	15,292.4	17,292.4	19,292.4
순차입금	3,470.8	7,684.7	9,666.7	11,796.6	12,413.5
NOPLAT	3,029.8	2,477.6	-352.8	3,331.4	3,934.7
FCF	39.0	-783.5	-988.7	-391.6	1,429.8

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 7월 10일 현재 'SK이노베이션' 발행주식을 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

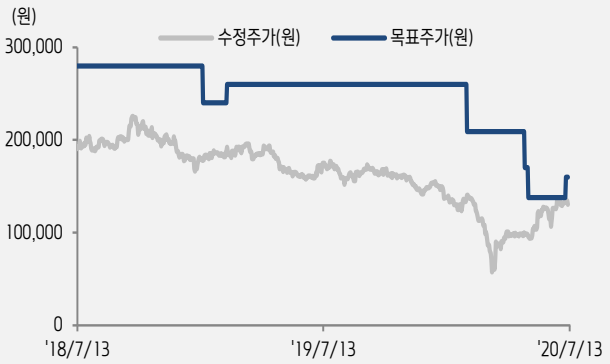
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
SK이노베이션 (096770)	2018/10/15	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-25.01	-21.43
	2018/11/05	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-26.74	-21.43
	2018/11/27	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-30.90	-21.43
	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	-51.54	-32.78
	2020/05/07	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-42.12	-41.94
	2020/05/12	Buy(Maintain)	138,000원	6개월	-12.99	-1.09
	2020/07/13	Buy(Maintain)	160,000원	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 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%