



BUY(Maintain)

목표주가: 160,000원

주가(07/29): 131,000원

시가총액: 121,130억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(07/29)		2,263.16pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	177,000원	57,300원
등락률	-24.3%	128.6%
수익률	절대	상대
	1M	0.8%
	6M	4.8%
	1Y	-22.5%
		-30.5%

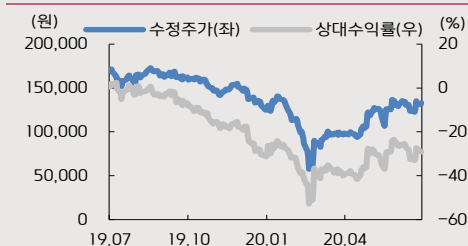
Company Data

발행주식수	92,466천주
일평균 거래량(3M)	856천주
외국인 지분율	24.1%
배당수익률(20E)	2.3%
BPS(20E)	164,242원
주요 주주	SK 외 1인
	33.4%

투자자료

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	54,216.5	49,876.5	36,853.3	42,781.1
영업이익	2,103.2	1,269.3	-1,622.7	1,181.0
EBITDA	3,029.8	2,477.6	-449.1	2,583.5
세전이익	2,387.5	376.5	-1,969.5	683.3
순이익	1,699.0	65.8	-1,969.5	533.0
지배주주지분순이익	1,651.1	-35.7	-1,910.4	517.0
EPS(원)	17,619	-381	-20,385	5,517
증감률(%YoY)	-21.5	적전	적지	흑전
PER(배)	10.2	-393.3	-6.5	24.1
PBR(배)	0.93	0.80	0.81	0.81
EV/EBITDA(배)	7.0	9.1	-51.9	9.6
영업이익률(%)	3.9	2.5	-4.4	2.8
ROE(%)	9.1	-0.2	-11.6	3.4
순부채비율(%)	18.1	42.2	63.5	72.8

Price Trend



SK이노베이션 (096770)

소재사업 영업이익, 전 분기 대비 61.9% 증가



SK이노베이션의 올해 2분기 영업이익은 -4,397억원으로 전 분기 대비 손실이 큰 폭으로 감소하였습니다. 일부 부정적인 요인에도 불구하고, 유가 상승으로 재고평가 손실이 큰 폭으로 축소되었고, OSP 하락으로 전 분기 대비 래깅 마진 개선 효과가 발생하였기 때문입니다. 한편 당사는 분리막 사업의 상장을 통하여 전사 재무구조 개선 및 자금 조달 등을 강화할 계획입니다.

>>> 올해 2분기, 전 분기 대비 큰 폭의 손실 축소

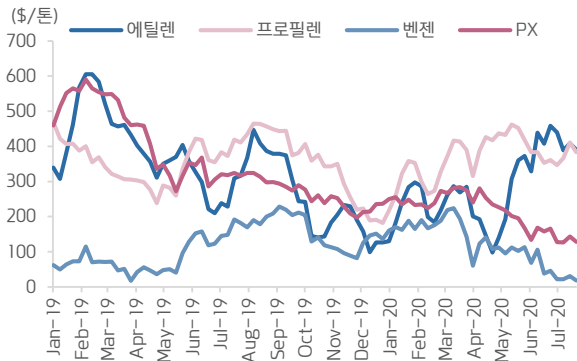
SK이노베이션의 올해 2분기 영업이익은 -4,397억원으로 전 분기 대비 손실이 큰 폭으로 감소하였다. 코비드19로 인한 수요 둔화에도 불구하고, 유가 상승으로 재고평가손실이 급감하였고, OSP 하락으로 석유제품 래깅 스프레드가 개선되었기 때문이다.

1) 석유사업 영업이익은 -4,329억원으로 전 분기 대비 적자가 1.2조원 감소하였다. 중동산 OSP 하락으로 래깅 마진이 개선되었고, 유가 상승으로 전 분기 대비 재고평가손실이 7,544억원 감소하였기 때문이다. 2) 화학사업 영업이익은 682억원으로 전 분기 대비 흑자전환하였다. 공급 과잉에 따른 PX/벤젠 등 방향족 마진 감소에도 불구하고, 재고평가손실이 축소되었고 역내 올레핀 경쟁사들의 정기보수 진행으로 올레핀 스프레드가 개선되었기 때문이다. 3) 윤활유사업 영업이익은 374억으로 전 분기 대비 29.4% 증가하였다. 전방 산업 업황 둔화에도 불구하고, 원가 하락으로 인한 마진 개선에 기인한다. 4) 석유개발사업 영업이익은 118억원으로 전 분기 대비 74.0% 감소하였다. 코비드19 등으로 수요 및 판매단가가 급락하였기 때문이다. 5) 배터리사업 영업이익은 -1,138억원으로 전 분기에 이어 적자를 지속하였다. 판매 물량이 증가하였으나, 헝가리/중국 등 신규 해외 공장 가동에 따른 일회성 비용 증가에 기인한다. 6) 소재사업 영업이익은 437억원으로 전 분기 대비 61.9% 증가하였다. 전기차용 분리막 판매량이 증가하였기 때문이다.

>>> 분리막 중국 경쟁사, GPM 40~50% 기록 중.....

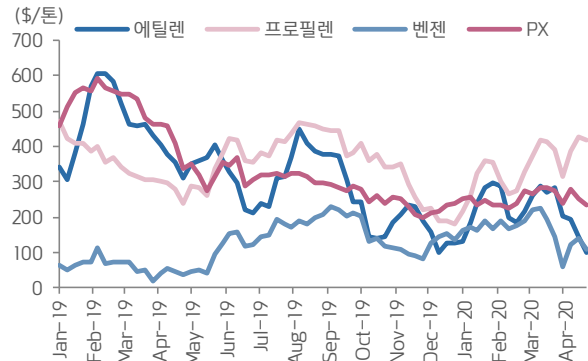
동사의 소재사업은 분리막과 FCW 사업으로 구성되어 있다. 그 중 분리막 사업은 2004년 독자 개발에 성공한 이후 지속적인 증설로 작년 생산능력은 5.3억m²로 증가하였고, 올해/내년 중국/폴란드 증설분이 추가되면 내년 말에는 12.1억m²로 증가하게 될 전망이다. 일부 판가 하락 움직임에도 불구하고, 증설에 따른 규모의 경제 효과 강화, Top-Tier 기술 경쟁력 확보 등을 고려할 경우 상장 시 전사 재무구조 개선 및 자금 조달에 긍정적으로 작용할 전망이다. 한편 동사 대비 기술적 열위인 중국 경쟁사인 Yunnan Energy New Material, SZ Senior는 40~50% 수준의 매출총이익률을 기록하고 있으며, 현재 PER 40~50배에 거래되고 있는 점을 고려할 필요도 있어 보인다.

싱가폴 주요 석유제품 마진 추이



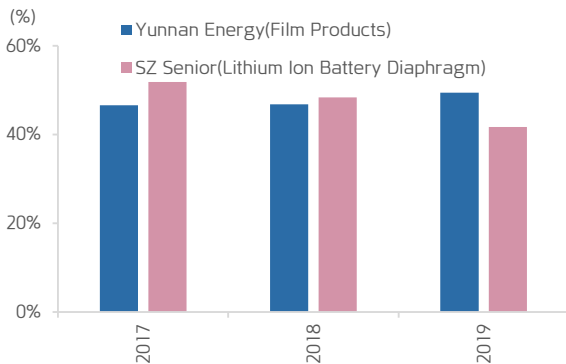
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

에틸렌/프로필렌/벤젠/PX 스프레드 추이



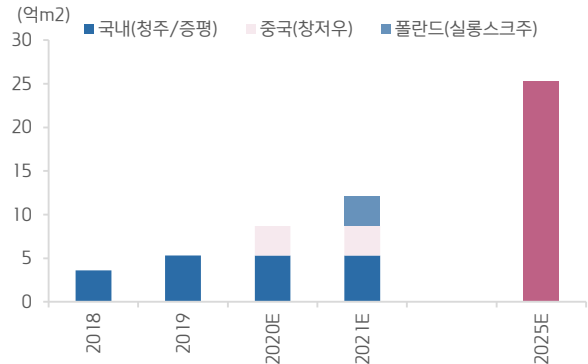
자료: 씨시스템, 키움증권 리서치

중국 분리막 업체 매출총이익률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

SK이노베이션 분리막 생산능력 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	12,849	13,104	12,373	11,552	11,163	7,200	9,129	9,362	46,163	54,217	49,877	36,853	42,781
석유	8,760	9,464	8,682	8,463	8,033	4,518	6,242	6,249	33,337	39,194	35,368	25,041	28,787
화학	2,502	2,420	2,458	2,163	1,972	1,681	1,735	1,814	9,339	10,684	9,543	7,202	8,082
운할유	757	847	811	700	642	475	473	492	3,047	3,266	3,115	2,081	2,373
석유개발/기타	383	373	421	462	516	526	680	807	1,103	1,367	1,640	2,529	3,539
영업이익	331	498	330	111	-1,775	-440	253	339	3,222	2,103	1,269	-1,623	1,181
%OP	2.6%	3.8%	2.7%	1.0%	-15.9%	-6.1%	2.8%	3.6%	7.0%	3.9%	2.5%	-4.4%	2.8%
석유	-6	279	66	111	-1,636	-433	242	250	1,502	713	450	-1,577	688
화학	320	185	194	7	-90	68	95	120	1,377	1,118	706	194	353
운할유	47	78	94	87	29	37	36	37	505	461	306	139	174
석유개발/기타	-30	-45	-23	-83	-78	-112	-121	-68	-150	-171	-181	-379	-34

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	54,216.5	49,876.5	36,853.3	42,781.1	44,920.1
매출원가	50,251.2	46,745.6	37,064.8	39,957.2	41,555.5
매출총이익	3,965.3	3,130.9	-211.5	2,823.9	3,364.6
판매비	1,862.2	1,861.6	1,411.2	1,642.9	1,725.7
영업이익	2,103.2	1,269.3	-1,622.7	1,181.0	1,638.9
EBITDA	3,029.8	2,477.6	-449.1	2,583.5	3,118.6
영업외손익	284.3	-892.8	-346.8	-497.6	-513.2
이자수익	87.9	99.9	110.3	119.9	150.0
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	1,007.5	1,027.6
종속 및 관계기업손익	155.2	54.2	942.0	53.0	65.1
기타	401.3	-598.5	-585.4	-99.1	-99.3
법인세차감전이익	2,387.5	376.5	-1,969.5	683.3	1,125.7
법인세비용	701.5	310.7	0.0	150.3	247.7
계속사업순이익	1,686.0	65.8	-1,969.5	533.0	878.1
당기순이익	1,699.0	65.8	-1,969.5	533.0	878.1
지배주주순이익	1,651.1	-35.7	-1,910.4	517.0	851.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	17.4	-8.0	-26.1	16.1	5.0
영업이익 증감율	-34.7	-39.6	-227.8	-172.8	38.8
EBITDA 증감율	-26.5	-18.2	-118.1	-675.3	20.7
지배주주순이익 증감율	-21.5	-102.2	5,251.3	-127.1	64.7
EPS 증감율	-21.5	적전	적지	흑전	64.7
매출총이익률(%)	7.3	6.3	-0.6	6.6	7.5
영업이익률(%)	3.9	2.5	-4.4	2.8	3.6
EBITDA Margin(%)	5.6	5.0	-1.2	6.0	6.9
지배주주순이익률(%)	3.0	-0.1	-5.2	1.2	1.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	16,634.7	17,352.8	14,826.8	16,638.9	18,519.1
현금 및 현금성자산	1,825.6	2,196.0	2,947.8	3,633.0	5,233.6
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	3,706.9	4,303.1	4,518.3
재고자산	6,151.9	6,495.2	4,799.2	5,571.2	5,849.8
기타유동자산	3,382.8	3,644.7	3,372.9	3,131.6	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	39,385.9	42,365.9	45,349.0
유동부채	8,866.6	10,456.4	9,451.7	10,348.8	10,903.8
매입채무 및 기타채무	7,049.6	7,645.0	6,640.3	7,537.4	8,092.4
단기금융부채	1,367.6	2,510.6	2,510.6	2,510.6	2,510.6
기타유동부채	449.4	300.8	300.8	300.8	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	23,311.7	26,208.8	28,763.9
지배지분	18,122.6	17,468.1	15,391.7	15,458.7	15,860.4
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	10,014.0	9,996.1	10,312.9
비지배지분	1,051.6	741.5	682.5	698.4	724.8
자본총계	19,174.3	18,209.6	16,074.2	16,157.1	16,585.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,699.5	1,825.8	1,246.5	1,204.0	2,430.8
당기순이익	1,699.0	65.8	-1,969.5	533.0	878.1
비현금항목의 가감	1,997.1	1,955.0	1,475.3	1,889.9	2,078.1
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	483.2	679.8	802.9
영업활동자산부채증감	-1,158.2	535.3	2,007.7	-755.2	61.3
매출채권및기타채권의감소	220.3	293.6	1,309.9	-596.2	-215.2
재고자산의감소	-477.4	-67.0	1,696.0	-771.9	-278.6
매입채무및기타채무의증가	-649.7	235.6	-1,004.7	897.1	555.1
기타	-251.4	73.1	6.5	-284.2	0.0
기타현금흐름	-838.4	-730.3	-267.0	-463.7	-586.7
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	751.8	685.2	1,600.6
기초현금 및 현금성자산	1,977.6	1,825.6	2,196.0	2,947.8	3,633.0
기말현금 및 현금성자산	1,825.6	2,196.0	2,947.8	3,633.0	5,233.6

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	17,619	-381	-20,385	5,517	9,089
BPS	193,382	186,398	164,242	164,956	169,242
CFPS	39,441	21,564	-5,273	25,854	31,545
DPS	8,000	3,000	3,000	6,400	6,400
주가배수(배)					
PER	10.2	-393.3	-6.5	24.1	14.6
PER(최고)	12.9	-519.2	-7.5		
PER(최저)	9.8	-369.7	-2.7		
PBR	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
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	0.3
PCFR	4.6	7.0	-25.2	5.1	4.2
EV/EBITDA	7.0	9.1	-51.9	9.6	8.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	41.1	396.6	-12.5	98.9	60.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	4.5	2.0	2.3	4.8	4.8
ROA	4.8	0.2	-5.0	1.3	2.0
ROE	9.1	-0.2	-11.6	3.4	5.4
ROIC	8.8	0.6	-7.2	4.0	5.4
매출채권회전율	10.1	9.7	8.4	10.7	10.2
재고자산회전율	8.9	7.9	6.5	8.3	7.9
부채비율	87.0	117.1	145.0	162.2	173.4
순차입금비용	18.1	42.2	63.5	72.8	74.6
이자보상배율	8.1	3.7	-3.8	2.4	3.0
총차입금	8,014.5	12,292.4	15,292.4	17,292.4	19,292.4
순차입금	3,470.8	7,684.7	10,204.8	11,760.9	12,374.4
NOPLAT	3,029.8	2,477.6	-449.1	2,583.5	3,118.6
FCF	39.0	-783.5	-1,441.5	-431.6	819.4

Compliance Notice

- 당사는 7월 29일 현재 'SK이노베이션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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

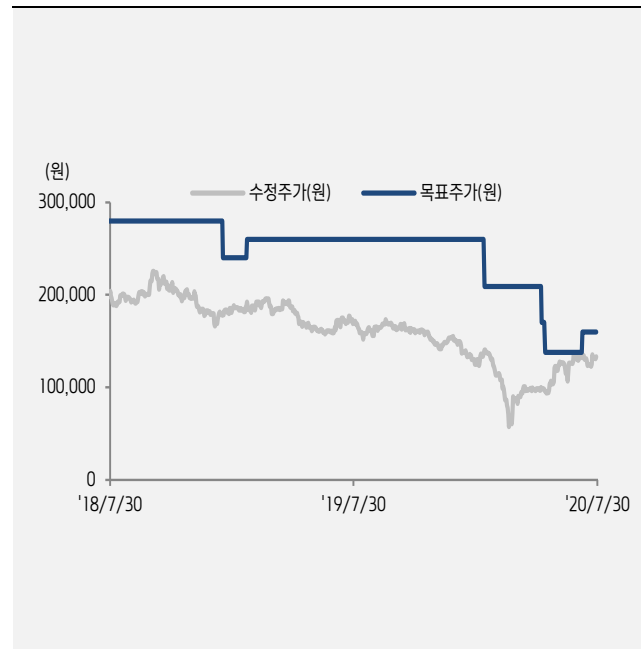
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
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	-12.75	-1.09
	2020/07/13	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-19.63	-15.63
	2020/07/30	Buy(Maintain)	160,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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%