

2020. 7. 29



▲ 정유/화학

Analyst **노우호**  
02. 6454-4867  
wooho.rho@meritz.co.kr

RA **위정원**  
02. 6454-4883  
jungwon.wee@meritz.co.kr

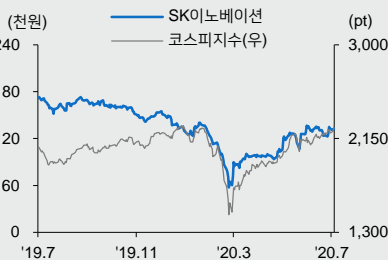
**Buy**

<b>적정주가 (12개월)</b>	<b>165,000 원</b>
<b>현재주가 (7.29)</b>	<b>131,000 원</b>
<b>상승여력</b>	<b>26.0%</b>
KOSPI	2,263.16pt
시가총액	121,130억원
발행주식수	9,247만주
유동주식비율	55.64%
외국인비중	24.11%
52주 최고/최저가	173,000원/57,300원
평균거래대금	1,023.6억원

<b>주요주주(%)</b>	
SK 외 1인	33.41
국민연금공단	11.37

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	0.8	4.8	-22.5
상대주가	-6.8	1.2	-30.5

**주가그래프**



# SK이노베이션 096770

## 개선될 여력 높아, Re-rating Buy

- ✓ 2Q20 Review: 재고손실규모 감소(-3,014억원)되며 영업적자는 축소(-4,397억원)
- ✓ 3Q20 Preview 영업이익 4,138억원 추정  
(-) OSP의 긍정적 레깅효과와 이연 재고이익 1,800억원이 포함되며 분기 흑자전환
- ✓ 2H20 주가 Re-rating 필요: EV전지 외형성장과 I&E Tech(분리막) IPO 가치 부각
- ✓ 정유업종 최선호주 유지, 동사의 21년 EV전지 가치(10조원) 반영  
적정주가는 16.5만원을 제시

### 2Q20 Review: 대규모 영업적자 축소가 긍정적

동사의 2Q20 영업적자는 -4,397억원(적자축소 QoQ)을 기록했다. 3~4월 유가 충격이 여전했으나 6월 유가 상승으로 재고손실규모(-3,014억원)는 축소되었다. 사업부별 손익 현황은 (1) 석유: (-) OSP의 레깅 반영과 제품별 수요 부진으로 마진 하락, (2) 화학: 전방 PTA설비들의 가동 중단에 따른 P-X 잉여 재고 증가 부담, (3) 윤활유: 투입 원가 하락에도 판매량 부진, (4) 기타: EV전지는 중국과 헝가리에 신규 공장 완공과 비용 증가로 영업적자 지속이다. Covid-19 영향으로 페루 광구 매각 종료와 매각금액 납입 시점은 3Q 중으로 연기되었다. 상반기 누적 적자 확대에 당해 중간배당은 실시하지 않는다.

### 3Q20 Turn-around와 2H20 주가 Re-rating 구간 진입

3Q20 영업이익은 4,138억원(흑전 QoQ)을 추정한다. Covid-19 후유증으로 부정적 변수들 여전하나, 업황의 바닥은 통과했다는 판단이다. 제품별 마진 회복은 휘발유→경유→B-C→Jet유 순, 수요 정상화 국면에서 제품 재고 또한 감소되겠다. 올 하반기 동사의 주가 Re-rating이 필요한 바는 (1) EV전지 사업부문 가치를 상향하여 10조원 반영, (2) 21년 상반기 상장 예정인 I&E Tech에 대한 동사의 보유 지분 가치 반영이 필요하다. I&E Tech의 21년 연간 영업이익은 1,338억원(+14% YoY), 상장 시 가치는 4.0조원으로 추정된다. 본업의 회복과 성장 동력인 2차전지의 가치 부각되며 주가의 상승 여력이 유효하다.

투자 의견 Buy와 함께 정유업종 최선호주, 적정주가는 16.5만원을 제시

(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	37,602.2	-1,301.0	-1,310.7	-14,125	-2,199.7	169,302	-9.4	0.8	-72.9	-7.8	146.7
2021E	58,294.3	1,756.4	1,082.2	11,681	-182.7	179,422	11.4	0.7	9.9	6.6	172.8
2022E	65,746.5	2,437.7	1,609.4	17,345	48.5	192,670	7.7	0.7	8.3	9.2	180.4

(십억원)	2Q20P	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	7,199.6	13,103.6	-45.1	11,163.0	-35.5	7,359.6	-2.2	11,254.4	-36.0
영업이익	-439.7	497.6	적전	-1,775.2	적자축소	-338.6	적자확대	-424.3	적자확대
세전이익	-480.4	258.0	적전	-2,047.2	적자축소	-243.3	적자확대	264.8	적전
순이익(지배주주)	-351.8	147.0	적전	-1,558.0	적자축소	-223.2	적자확대	199.3	적전
영업이익률(%)	-6.1	3.8		-15.9		-4.6		-3.8	
순이익률(%)	-4.9	1.1		-14.0		-3.0		1.8	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>12,848.6</b>	<b>13,103.6</b>	<b>12,372.5</b>	<b>11,551.8</b>	<b>11,163.0</b>	<b>7,199.6</b>	<b>8,614.8</b>	<b>10,624.8</b>	<b>49,876.5</b>	<b>37,602.2</b>	<b>58,294.3</b>
석유	8,759.6	9,463.6	8,682.0	8,463.1	8,033.1	4,517.7	5,503.6	7,509.1	35,368.3	25,563.5	43,043.4
화학	2,501.6	2,419.8	2,457.9	2,163.2	1,972.2	1,680.5	1,838.5	1,791.1	9,542.5	7,282.3	8,469.7
루브리컨츠	756.5	846.8	811.4	699.8	641.8	475.2	755.4	759.2	3,114.5	2,631.6	2,983.8
석유개발	175.6	163.9	164.0	165.2	134.3	78.3	29.6	36.1	668.7	278.3	141.7
기타	206.9	209.5	257.2	297.2	381.6	447.9	487.6	529.3	970.8	1,846.4	3,655.8
<b>영업이익</b>	<b>331.1</b>	<b>497.6</b>	<b>330.1</b>	<b>110.5</b>	<b>-1,775.2</b>	<b>-439.7</b>	<b>413.8</b>	<b>500.0</b>	<b>1,269.3</b>	<b>-1,301.1</b>	<b>1,756.4</b>
%OP	2.6%	3.8%	2.7%	1.0%	-15.9%	-6.1%	4.8%	4.7%	2.5%	-3.5%	3.0%
석유	-6.3	279.3	65.9	111.4	-1,636.0	-432.9	386.5	426.0	450.3	-1,256.4	1,239.1
화학	320.3	184.5	193.6	7.3	-89.8	68.2	92.6	70.1	705.7	141.1	545.9
루브리컨츠	47.1	78.2	93.6	86.9	28.9	37.4	35.1	51.8	305.8	153.2	265.4
석유개발	55.4	51.0	48.5	41.2	-45.3	11.8	7.1	8.7	196.1	-17.7	34.0
기타	-85.4	-95.5	-71.5	-124.3	-123.6	-124.2	-107.5	-56.5	-376.7	-411.8	-327.9
<b>세전이익</b>	<b>304.8</b>	<b>258.0</b>	<b>250.3</b>	<b>-436.6</b>	<b>-2,047.2</b>	<b>-480.4</b>	<b>355.6</b>	<b>434.4</b>	<b>376.5</b>	<b>-1,737.6</b>	<b>1,425.3</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>195.8</b>	<b>147.0</b>	<b>152.2</b>	<b>-530.7</b>	<b>-1,558.0</b>	<b>-351.8</b>	<b>267.7</b>	<b>331.4</b>	<b>-35.7</b>	<b>-1,310.7</b>	<b>1,082.1</b>
%YoY											
매출액	5.6	-2.5	-17.3	-15.4	-13.1	-45.1	-30.4	-8.0	-8.0	-24.6	55.0
영업이익	-53.5	-41.6	-60.5	흑전	적전	적전	25.4	352.5	-39.6	적전	흑전
세전이익	-55.1	-65.3	-64.1	적전	적전	적전	42.1	흑전	-84.3	적전	흑전
순이익(지배)	-57.3	-70.6	-65.7	적전	적전	적전	75.9	흑전	적전	적자확대	흑전
%QoQ											
매출액	-5.9	2.0	-5.6	-6.6	-3.4	-35.5	19.7	23.3			
영업이익	흑전	50.3	-33.7	-66.5	적전	적자축소	흑전	20.8			
세전이익	6.3	-15.4	-3.0	적전	적자확대	적자축소	흑전	22.2			
순이익(지배)	-21.5	-24.9	3.5	적전	적자확대	적자축소	흑전	23.8			

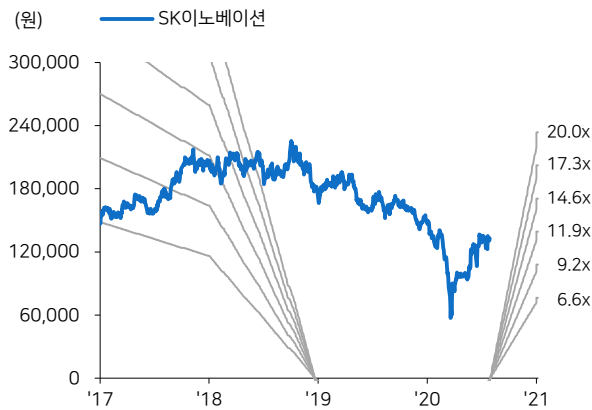
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 SK이노베이션의 EV배터리 실적 추정

(십억원)	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E
매출액	327.6	340.0	391.5	433.2	688.0	762.5	837.4	911.2	1,492.2	3,199.2
영업이익	-104.9	-113.8	-129.5	-81.0	-191.2	-144.0	-86.8	-39.7	-429.2	-461.7
이익률(%)	-32.0%	-33.5%	-33.1%	-18.7%	-27.8%	-18.9%	-10.4%	-4.4%	-29.3%	-15.4%

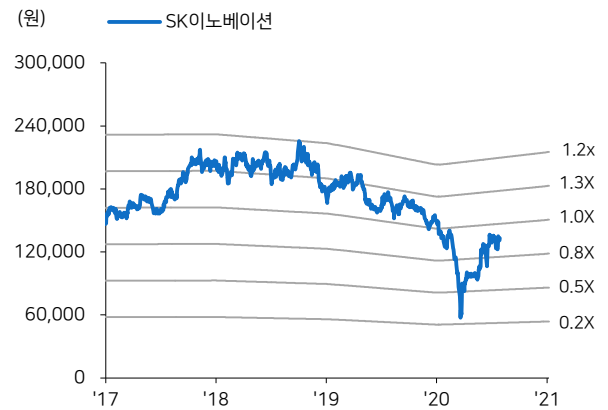
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



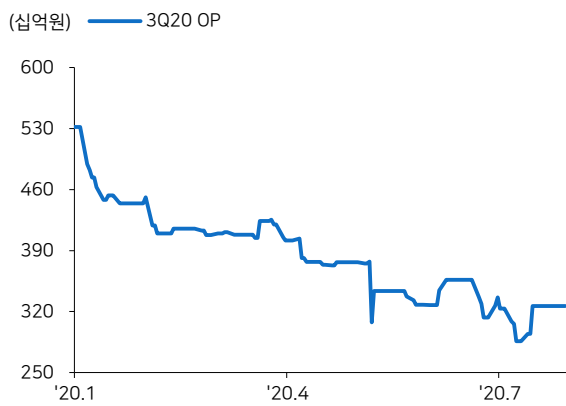
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



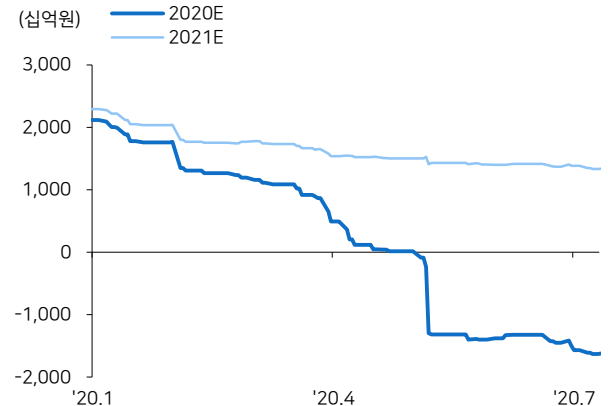
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK이노베이션 3Q20 영업이익 컨센서스 추이



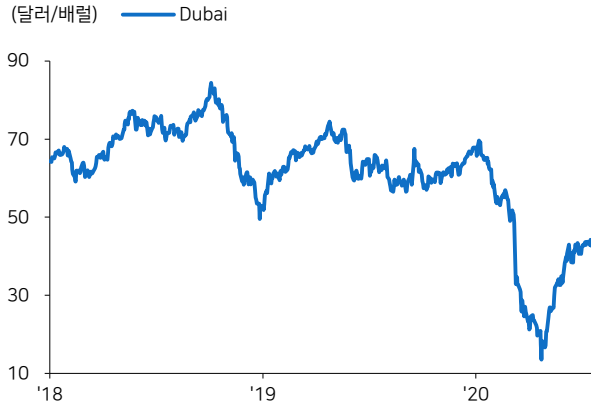
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK이노베이션 연간 영업이익 컨센서스 추이



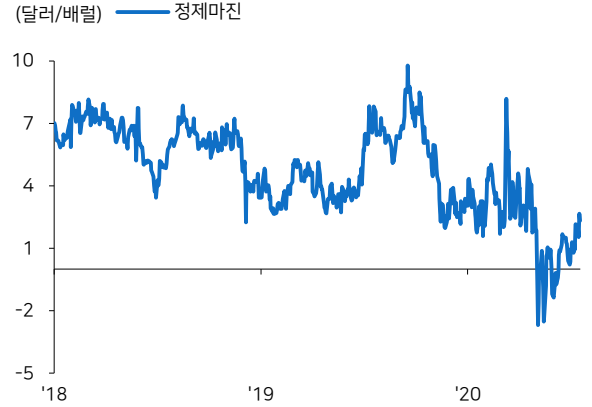
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 '20.7월 Dubai 평균 유가 43.2달러/배럴



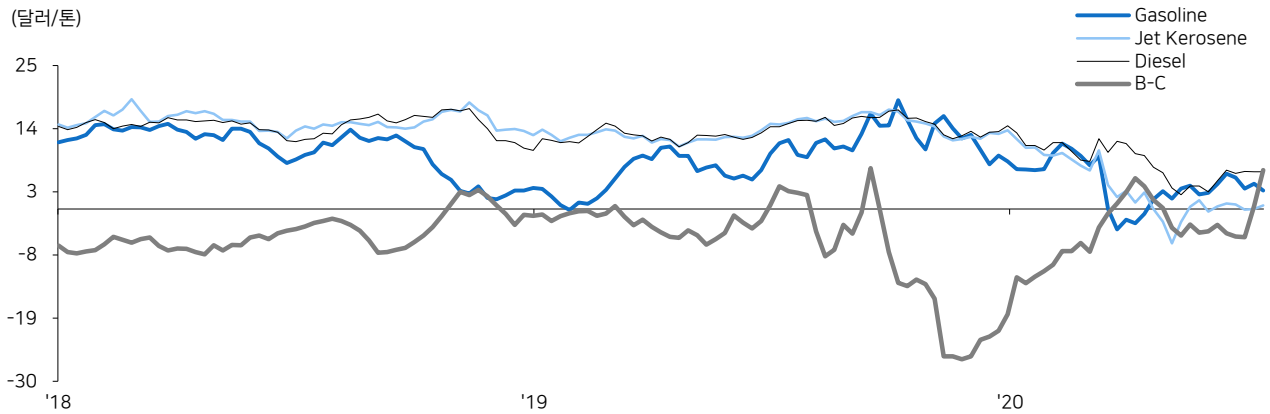
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 정제마진 추이(스팟 기준)



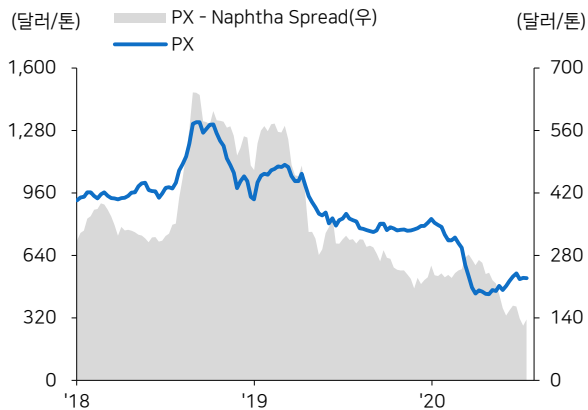
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 제품별 마진 흐름



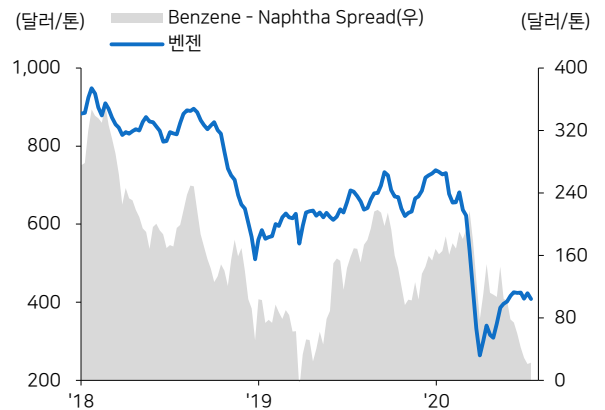
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 P-X 스프레드 추이



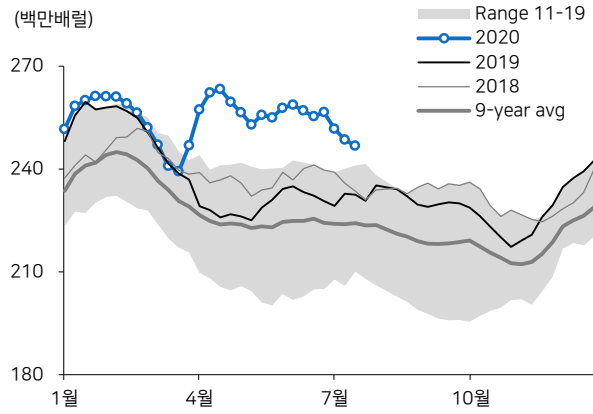
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 벤젠 스프레드 추이



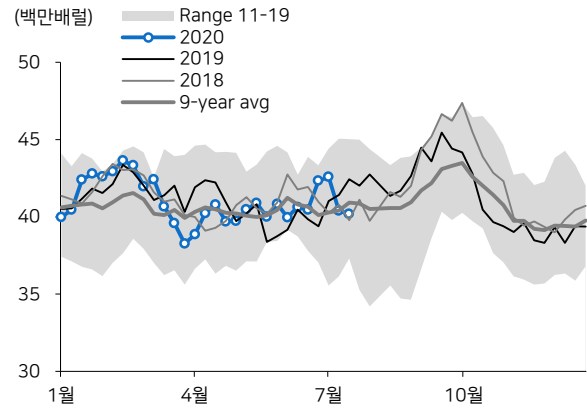
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 휘발유 재고 추이



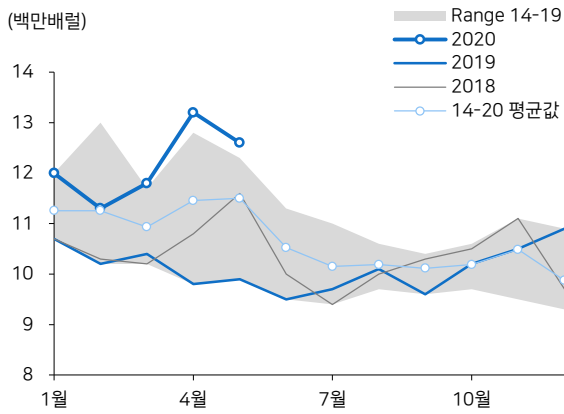
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 Jet유 재고 추이



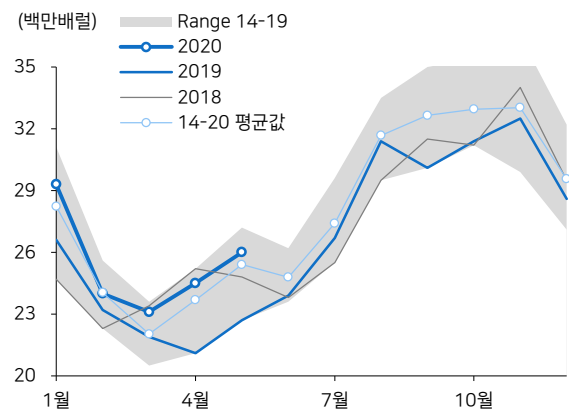
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림12 일본 휘발유 재고 추이



자료: OPEC, 메리츠증권 리서치센터

그림13 일본 Jet유 재고 추이



자료: OPEC, 메리츠증권 리서치센터

## SK 이노베이션 (096770)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>54,216.5</b>	<b>49,876.5</b>	<b>37,602.2</b>	<b>58,294.3</b>	<b>65,746.5</b>
매출액증가율 (%)	17.4	-8.0	-24.6	55.0	12.8
매출원가	50,251.2	46,745.6	37,517.4	54,587.0	61,107.9
매출총이익	3,965.3	3,130.9	84.8	3,707.4	4,638.6
판매관리비	1,862.2	1,861.6	1,385.8	1,950.9	2,201.0
<b>영업이익</b>	<b>2,103.2</b>	<b>1,269.3</b>	<b>-1,301.0</b>	<b>1,756.4</b>	<b>2,437.7</b>
영업이익률	3.9	2.5	-3.5	3.0	3.7
금융손익	232.1	-547.1	-1,117.8	-446.1	-431.5
종속/관계기업손익	155.2	54.2	135.8	295.0	295.0
기타영업외손익	-102.9	-400.0	545.4	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	2,387.5	376.5	-1,737.6	1,425.3	2,141.2
법인세비용	701.5	310.7	-436.4	347.2	522.6
<b>당기순이익</b>	<b>1,699.1</b>	<b>65.8</b>	<b>-1,301.2</b>	<b>1,078.2</b>	<b>1,603.4</b>
지배주주지분 손이익	1,651.1	-35.7	-1,310.7	1,082.2	1,609.4

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>16,634.7</b>	<b>17,352.8</b>	<b>16,642.1</b>	<b>19,724.1</b>	<b>22,175.9</b>
현금및현금성자산	1,825.6	2,196.0	5,359.5	3,210.4	4,326.0
매출채권	4,413.9	4,138.3	3,232.8	4,731.7	5,114.6
재고자산	6,151.9	6,495.2	4,254.8	6,227.6	6,731.5
<b>비유동자산</b>	<b>19,218.7</b>	<b>22,173.3</b>	<b>24,325.1</b>	<b>28,148.7</b>	<b>30,501.8</b>
유형자산	13,685.0	15,462.4	17,682.8	19,761.4	21,709.1
무형자산	2,007.0	1,118.9	1,088.1	1,029.2	973.9
투자자산	3,427.0	4,314.7	4,220.7	6,024.7	6,485.4
<b>자산총계</b>	<b>35,853.4</b>	<b>39,526.1</b>	<b>40,967.1</b>	<b>47,872.9</b>	<b>52,677.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>8,866.6</b>	<b>10,456.4</b>	<b>12,824.2</b>	<b>17,456.4</b>	<b>19,882.1</b>
매입채무	4,588.3	4,928.2	3,346.6	4,898.3	5,294.7
단기차입금	153.7	1,132.0	4,675.9	5,395.9	6,035.9
유동성장기부채	1,213.9	1,378.6	1,674.9	2,274.9	2,874.9
<b>비유동부채</b>	<b>7,812.5</b>	<b>10,860.1</b>	<b>11,539.0</b>	<b>12,868.2</b>	<b>14,011.8</b>
사채	5,471.4	7,176.5	7,660.1	8,140.1	8,620.1
장기차입금	1,174.8	1,667.2	2,357.3	2,957.3	3,557.3
<b>부채총계</b>	<b>16,679.1</b>	<b>21,316.4</b>	<b>24,363.1</b>	<b>30,324.6</b>	<b>33,893.9</b>
<b>자본금</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>
자본잉여금	5,765.8	5,765.8	5,767.5	5,767.5	5,767.5
기타포괄이익누계액	97.0	194.9	434.5	434.5	434.5
이익잉여금	12,928.5	12,175.2	10,743.4	11,691.8	12,933.3
비지배주주지분	1,051.6	741.5	738.0	734.0	728.0
<b>자본총계</b>	<b>19,174.3</b>	<b>18,209.6</b>	<b>16,604.0</b>	<b>17,548.3</b>	<b>18,783.9</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,699.5</b>	<b>1,825.8</b>	<b>352.6</b>	<b>616.3</b>	<b>2,412.6</b>
당기순이익(손실)	1,699.1	65.8	-1,301.2	1,078.2	1,603.4
유형자산상각비	833.7	1,083.0	906.8	1,061.4	1,132.3
무형자산상각비	92.9	125.2	64.0	58.9	55.3
운전자본의 증감	-1,158.2	535.3	306.4	-1,582.2	-378.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2,469.4</b>	<b>-3,166.8</b>	<b>-2,124.7</b>	<b>-5,713.0</b>	<b>-3,737.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1,271.5	-2,576.6	-3,063.6	-3,140.0	-3,080.0
투자자산의감소(증가)	-451.6	-833.5	49.8	-1,803.9	-460.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>604.3</b>	<b>1,686.1</b>	<b>4,858.2</b>	<b>2,947.6</b>	<b>2,440.3</b>
차입금의 증감	2,400.5	4,236.8	5,628.4	2,981.0	2,808.1
자본의 증가	0.0	0.0	1.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-152.0	370.4	3,163.5	-2,149.2	1,115.7
기초현금	1,977.6	1,825.6	2,196.0	5,359.5	3,210.4
기말현금	1,825.6	2,196.0	5,359.5	3,210.4	4,326.0

### Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	586,343	539,407	406,661	630,444	711,038
EPS(지배주주)	17,748	-428	-14,125	11,681	17,345
CFPS	39,974	21,855	5,172	32,530	40,626
EBITDAPS	32,767	26,794	-3,572	31,111	39,207
BPS	193,382	186,398	169,302	179,422	192,670
DPS	8,000	3,000	0	1,600	4,400
배당수익률(%)	4.5	2.0	0.0	1.2	3.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	10.1	-350.7	-9.4	11.4	7.7
PCR	4.5	6.9	25.7	4.1	3.3
PSR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EBITDA	3,029.8	2,477.6	-330.3	2,876.7	3,625.3
EV/EBITDA	7.0	9.0	-72.9	9.9	8.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.1	-0.2	-7.8	6.6	9.2
EBITDA 이익률	5.6	5.0	-0.9	4.9	5.5
부채비율	87.0	117.1	146.7	172.8	180.4
금융비용부담률	0.5	0.7	1.1	0.9	0.8
이자보상배율(x)	8.1	3.7	-3.2	3.2	4.5
매출채권회전율(x)	11.7	11.7	10.2	14.6	13.4
재고자산회전율(x)	8.9	7.9	7.0	11.1	10.1

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

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.07.30	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-17.9	-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	-9.7	5.0	
2020.07.07	기업브리프	Buy	145,000	노우호	-10.6	-6.9	
2020.07.29	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-	-	