

SK이노베이션

BUY(유지)

096770 기업분석 | 정유

목표주가(상향)	148,000원	현재주가(10/30)	125,500원	Up/Downside	+17.9%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 11. 2

불확실성이 걷힐 때까지

News

3Q20 영업적자 290억원, 시장 기대치 하회: SK이노베이션의 3Q 영업실적은 -290억원으로 시장 컨센서스 1,028억원을 하회했다. 정유는 정체마진은 여전히 코로나 영향으로 부진했으나(SKI 기준 2Q \$1.5/bbl→3Q \$1.6/bbl) 2,967억원의 재고평가이익이 계상되면서 흑자 전환했다.(386억원) 화학은 가동률 조정, BTX/PX spread 급락 등으로 아로마틱이 대규모 적자를 시현하면서 올레핀 호조(490억원)에도 불구하고 적자 전환했다.(-534억원) 분리막은 IT항 매출액 감소로 인해 부진했으나 배터리/윤활유는 판매물량 확대로 실적이 개선되었다.

Comment

코로나 진정이 최우선, 4Q 실적도 3Q와 유사할 것: 4Q 영업실적은 -297억원으로 3Q와 유사할 것으로 전망한다. 코로나 2차/3차 확산세가 나타남에 따라 극심한 석유 수요 부진이 지속되고 있으며 글로벌 정제설비들의 가동률 조정 노력을 무색하게 만들고 있다. 유가 역시 구조적인 수요 우려로 부진하기에 4Q 정유 실적은 재차 적자전환을 예상한다. 정유 시황 회복은 코로나 진정 여부에 달려 있으나 이는 단기간에 나타나기는 어려워 보인다. 화학은 올레핀 강세 지속, PX 시황 바닥 통과로 3Q를 저점으로 점진적으로 반등할 것으로 전망한다. 또한 소재부문 역시 배터리/분리막 매출 성장 지속으로 수익성 개선세가 이어질 것으로 판단한다.

Action

불확실성은 여전히나 배터리/분리막 성장성은 긍정적: 목표주가 산정방식을 SOTP로 변경하며 목표주가를 14.8만원으로 상향한다. 정유 경쟁업체들과 달리 배터리/분리막이라는 확실한 성장동력을 보유하고 있으며 이들의 매출 성장이 지속되고 있다는 점이 긍정적이다. 정유 단기 시황 부진, 배터리 소송 문제 등 불확실성은 여전히나 정유 내 대안이 될 수 있다는 점은 분명하다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data													
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	57,300/187,000원												
매출액	54,217	49,877	35,109	39,225	45,168	KOSDAQ /KOSPI	793/2,267pt												
(증가율)	17.4	-8.0	-29.6	11.7	15.2	시가총액	116,044억원												
영업이익	2,103	1,269	-2,274	705	1,192	60일-평균거래량	1,090,572												
(증가율)	-34.7	-39.6	적전	흑전	69.1	외국인지분율	23.6%												
지배주주순이익	1,651	-36	-1,914	322	662	60일-외국인지분율변동추이	-0.6%p												
EPS	17,748	-387	-20,705	3,463	7,123	주요주주	SK 외 1인 33.4%												
PER (H/L)	12.8/9.7	NA/NA	NA	37.4	18.2	(천원)													
PBR (H/L)	1.2/0.9	1.1/0.8	0.8	0.8	0.8		(pt)												
EV/EBITDA (H/L)	8.4/7.0	10.8/9.1	NA	13.2	10.0	<table border="1"> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> <tr> <td>절대기준</td> <td>-9.7</td> <td>-1.6</td> <td>-21.1</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>-7.3</td> <td>-1.6</td> <td>-27.6</td> </tr> </table>	주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	-9.7	-1.6	-21.1	상대기준	-7.3	-1.6	-27.6	
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	-9.7	-1.6	-21.1																
상대기준	-7.3	-1.6	-27.6																
영업이익률	3.9	2.5	-6.5	1.8	2.6														
ROE	9.1	-0.2	-11.8	2.1	4.3														

도표 1. SK이노베이션 목표주가 산정내역

(단위: 십억원, 배, 천주, 원)

구분	21E EBITDA	target EV/EBITDA	적정가치	비고
사업가치				
정유	747.6	10.0	7,476	Thai Oil, Reliance, IRPC 21E EV/EBITDA 평균
화학	485.5	5.5	2,670	국내 화학 21E EBITDA 평균
윤활유	445.0	10.0	4,450	정유 multiple과 동일
배터리	22E 385.4	22.0	8,479	CATL 22E EV/EBITDA 30% 할인 vs. LG화학 10% 할인
분리막	429.8	11.0	4,728	21E 세후 영업이익 22배 해당 vs. 예코프로비엠 P/E 32배
총 자산가치			27,803	
순차입금			13,242	20년말 순차입금
비지배주주 지분			739	2Q20 기준
우선주 시가총액			135	
보통주 목표 시가총액			13,687	
발행주식수(천주)			92,465	
목표주가(원)			148,026	

자료: SK이노베이션, DB금융투자

도표 2. SK이노베이션 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
연결 매출액	12,772	13,027	12,288	11,788	11,163	7,200	8,419	8,327	49,876	35,109	39,225
%YoY	5.0	-3.1	-17.9	-15.5	-12.6	-44.7	-31.5	-29.4	-8.5	-29.6	11.7
%QoQ	-8.4	2.0	-5.7	-4.1	-5.3	-35.5	16.9	-1.1			
석유	9,208	9,464	8,682	8,463	8,033	4,518	5,318	5,218	35,817	23,087	25,294
화학	2,502	2,420	2,458	2,163	1,972	1,681	1,782	1,666	9,543	7,101	7,210
윤활유	680	771	727	700	642	475	602	577	2,878	2,296	2,534
E&P/기타	383	373	421	462	516	526	717	865	1,639	2,624	4,187
연결 영업이익	327	493	326	123	-1,775	-440	-29	-30	1,269	-2,274	705
%YoY	-54.0	-42.1	-61.0	흑전	적전	적전	적전	적전	-40.1	적전	흑전
%QoQ	흑전	50.9	-33.8	-62.5	적전	적지	적지	적지			
석유	-6	279	66	111	-1,636	-433	39	-37	450	-2,067	247
화학	320	184	194	7	-90	68	-53	-7	706	-82	235
윤활유	43	74	90	87	29	37	71	62	294	199	294
E&P/기타	-30	-45	-23	-83	-78	-112	-85	-48	-181	-323	-71
영업이익률	2.6	3.8	2.7	1.0	-15.9	-6.1	-0.3	-0.4	2.5	-6.5	1.8
정유	-0.1	3.0	0.8	1.3	-20.4	-9.6	0.7	-0.7	1.3	-9.0	1.0
화학	12.8	7.6	7.9	0.3	-4.6	4.1	-3.0	-0.4	7.4	-1.2	3.3
윤활유	6.3	9.6	12.4	12.4	4.5	7.9	11.7	10.8	10.2	8.7	11.6
E&P/기타	-7.8	-11.9	-5.5	-18.0	-15.2	-21.4	-11.8	-5.5	-11.0	-12.3	-1.7

자료: SK이노베이션, DB금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	16,635	17,353	12,344	11,122	11,159
현금및현금성자산	1,826	2,196	1,521	808	425
매출채권및기타채권	5,274	5,017	3,939	4,196	4,647
재고자산	6,152	6,495	4,389	4,903	5,673
비유동자산	19,219	22,173	25,459	27,120	28,054
유형자산	13,685	15,462	18,543	20,279	21,278
무형자산	2,007	1,119	1,114	1,039	974
투자자산	3,427	4,315	4,525	4,525	4,525
자산총계	35,853	39,526	39,001	39,441	40,411
유동부채	8,867	10,456	11,067	11,279	11,776
매입채무및기타채무	7,050	7,645	5,956	6,368	6,965
단기차입금및단기차	154	1,132	3,532	3,332	3,232
유동성장기부채	1,214	1,379	1,279	1,279	1,279
비유동부채	7,812	10,860	12,240	12,240	12,240
사채및장기차입금	6,646	8,844	10,224	10,224	10,224
부채총계	16,679	21,316	23,307	23,519	24,016
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	5,766	5,766	5,766
이익잉여금	12,929	12,175	10,261	10,482	10,935
비자배주주지분	1,052	742	742	748	769
자본총계	19,174	18,210	15,694	15,921	16,395

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	54,217	49,877	35,109	39,225	45,168
매출원가	50,251	46,746	35,435	36,345	41,471
매출총이익	3,965	3,131	-327	2,881	3,697
판매비	1,862	1,862	1,947	2,175	2,505
영업이익	2,103	1,269	-2,274	705	1,192
EBITDA	3,030	2,478	-1,029	2,094	2,809
영업외손익	284	-893	-242	-295	-294
금융손익	232	-547	-426	-482	-501
투자손익	155	54	0	100	120
기타영업외손익	-103	-400	184	87	87
세전이익	2,387	376	-2,516	410	898
중단사업이익	13	0	0	0	0
당기순이익	1,699	66	-1,914	328	682
자배주주지분순이익	1,651	-36	-1,914	322	662
비자배주주지분순이익	48	102	0	7	20
총포괄이익	1,806	151	-1,914	328	682
증감률(%YoY)					
매출액	17.4	-8.0	-29.6	11.7	15.2
영업이익	-34.7	-39.6	작전	흑전	69.1
EPS	-21.6	작전	작지	흑전	105.7

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

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	1,699	1,826	1,187	1,965	2,659
당기순이익	1,699	66	-1,914	328	682
현금유출이없는비용및수익	1,997	1,955	1,077	1,860	2,221
유형및무형자산상각비	927	1,208	1,245	1,388	1,617
영업관련자산부채변동	-1,158	535	1,424	-141	-29
매출채권및기타채권의감소	220	294	1,018	-197	-452
재고자산의감소	-477	-67	2,107	-515	-769
매입채무및기타채무의증가	-650	236	-1,689	412	597
투자활동현금흐름	-2,469	-3,167	-3,345	-2,048	-2,408
CAPEX	-1,272	-2,577	-4,200	-3,000	-2,500
투자자산의순증	-452	-833	-210	100	120
재무활동현금흐름	604	1,686	2,682	-630	-635
사채및차입금의 증가	2,400	4,237	3,680	-200	-100
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-812	-1,004	0	-17	-125
기타현금흐름	14	25	-1,200	0	0
현금의증가	-152	370	-675	-713	-383
기초현금	1,978	1,826	2,196	1,521	808
기말현금	1,826	2,196	1,521	808	425

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)	17,748	-387	-20,705	3,463	7,123
BPS	193,382	186,398	159,549	161,912	166,744
DPS	8,000	0	0	1,200	2,500
Multiple(배)					
P/E	10.1	NA	NA	37.4	18.2
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	7.0	9.8	NA	13.2	10.0
수익성(%)					
영업이익률	3.9	2.5	-6.5	1.8	2.6
EBITDA마진	5.6	5.0	-2.9	5.3	6.2
순이익률	3.1	0.1	-5.5	0.8	1.5
ROE	9.1	-0.2	-11.8	2.1	4.3
ROA	4.8	0.2	-4.9	0.8	1.7
ROC	7.6	1.0	-7.4	2.2	3.4
안정성및기타					
부채비율(%)	87.0	117.1	148.5	147.7	146.5
이자보상배율(배)	8.1	3.7	-5.7	1.7	2.9
배당성향(배)	41.1	0.0	0.0	30.1	30.2

자료: SK이노베이션 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 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 게재된 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 것이거나 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 투자의견 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)

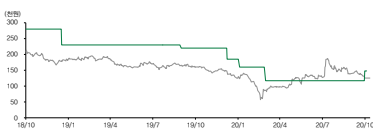
기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

SK이노베이션 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/11/13	Buy	280,000	-27.8	-19.5	20/10/30	Buy	148,000	-	-
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	10.5	59.8					

주: *표는 담당자 변경