

SK이노베이션 (096770)

긍정적인 비전 vs. 재무적 리스크

4Q20 영업이익 컨센 하회

4Q20 영업이익은 -2,434억원(QoQ 적지, YoY 적전)으로 컨센을 하회했다. 윤활유 호조 불구, 석유/화학의 적자가 아쉬웠다. 석유는 -1,925억원(QoQ 적전)으로 부진했다. 재고관련이익이 570억원 반영되었으나, 정제마진은 부진했다. 화학은 -462억원으로 적자 지속이다. 정기보수 기회손실 420억원과 PX 부진 영향이다. 윤활유는 1,253억원(QoQ +78%)로 호전되었는데, 수급 타이트와 판매량 증가 덕이다. 배터리 매출/영업이익은 약 5천억원/-1천억원이었고, 소재 영업이익은 253억원(QoQ -46억원)으로 감익되었다. 신규 가동 공장에 따른 고정비 증가 영향이 컸다.

1Q21 영업이익 적자 지속. 다만, 적자폭은 축소

1Q21 영업이익은 -1,207억원(QoQ 적지, YoY 적지)으로 적자폭 축소를 추정한다. 석유/화학이 개선을 주도할 전망이다. 석유는 정제마진의 점진적 개선을, 화학은 정기보수 효과 소멸 및 PE/PP, PX마진의 호전을 가정했다. 배터리/소재사업의 출하량 증가와 이익률 소폭 개선 또한 가정했다.

긍정적인 비전 vs. 재무적 리스크

Neutral, TP 28만원을 유지한다. 다임러/현기차 등으로부터의 가파른 수주 증가를 반영해 회사는 2025년 배터리 Capa를 기존 100GW에서 125GW로 상향했다. 단기 Capa 목표는 2020년 30GW, 2021년 40GW, 2023년 85GW다. 중국(17→35), 미국(조지아, 0→22), 유럽(헝가리, 8→23)이 핵심 생산 확대 지역이다. 가파른 생산규모 확대로 매출/영업이익 또한 뚜렷한 증가세가 나타날 전망이다. 회사가 제시한 배터리 매출 목표는 2020년 1.6조원에서 2021년 3조원 중반, 2022년 5조원 중반이며, 영업이익률은 2022년 흑전, 2025년 high-single이다. 긍정적인 비전 제시에도 불구, 주가의 추가 상승을 위해 확인할 점은 확실하다. 재무부담 완화 여부다. 본업의 부진과 소송 불확실성이 높은 상황에서 배터리 투자를 위해 연간 Capex 4조원 이상이 매년 소요된다. 현재의 높은 순차입금을 감안하면 빠른 시일 내에 기존 자산 매각, SK IET 상장 등을 통해 재무부담을 완화해야 할 것으로 생각된다. 회사가 순차입금 10조원의 상환선을 제시한 만큼 달성 여부를 지켜볼 필요가 있겠다.

Earnings Review

Neutral

| TP(12M): 280,000원 | CP(1월29일): 280,000원

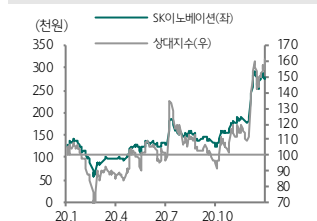
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,976.21
52주 최고/최저(원)	294,000/57,300
시가총액(십억원)	25,890.4
시가총액비중(%)	1.26
발행주식수(천주)	92,465.6
60일 평균 거래량(천주)	1,446,537.2
60일 평균 거래대금(십억원)	322.3
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	23.36
주요주주 지분율(%)	
SK 외 1인	33.41
국민연금공단	10.94
주가상승률	1M 6M 12M
절대	53.0 113.7 124.0
상대	45.0 62.5 64.5

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	35,255.1	41,577.4
영업이익(십억원)	(2,386.9)	618.5
순이익(십억원)	(2,032.4)	200.2
EPS(원)	(21,763)	2,336
BPS(원)	181,464	183,509

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	54,216.5	49,876.5	34,459.4	35,184.5	39,358.9
영업이익	십억원	2,103.2	1,269.3	(2,487.3)	609.7	1,658.5
세전이익	십억원	2,387.5	376.5	(2,802.4)	(26.7)	866.7
순이익	십억원	1,651.1	(35.7)	(2,207.7)	(19.7)	643.5
EPS	원	17,619	(381)	(23,558)	(210)	6,867
증감율	%	(21.52)	적전	적지	적지	흑전
PER	배	10.19	(393.70)	(8.07)	(1,333.33)	40.77
PBR	배	0.87	0.76	1.09	1.61	1.55
EV/EBITDA	배	7.01	9.05	(25.96)	17.04	11.50
ROE	%	9.12	(0.20)	(13.54)	(0.13)	4.17
BPS	원	205,525	198,540	173,663	173,453	180,320
DPS	원	8,000	3,000	0	0	0



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

표 1. SK이노베이션 4Q20 Review

	4Q20F	3Q20	4Q19	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	7,677.6	8,419.2	11,551.8	-33.5	-8.8	8,536.2	-10.1
영업이익	-243.4	-28.9	110.5	-320.3	-742.2	-146.2	-66.5
세전이익	-287.1	12.2	-436.6	34.2	-2453.3		N/A
순이익	-254.0	-23.7	-530.7	52.1	-971.7	-147.0	-72.8
영업이익률	-3.2	-0.3	1.0	-4.1	-2.8	-1.7	-1.5
세전이익률	-3.7	0.1	-3.8	0.0	-3.9	0.0	-3.7
순이익률	-3.3	-0.3	-4.6	1.3	-3.0	-1.7	-1.6

자료: 하나금융투자

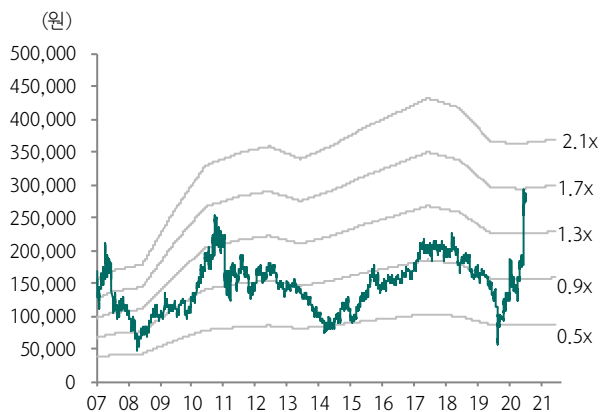
표 2. SK이노베이션 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원, %, %p)

	2020F			2021F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	34,459.4	35,920.4	-4.1	35,184.5	37,569.5	-6.3
영업이익	-2,487.3	-2,417.4	-2.9	609.7	636.8	-4.3
세전이익	-2,802.4	-2,864.7	2.2	-26.7	46.3	-157.7
순이익	-2,207.7	-2,215.1	0.3	-19.7	34.1	-157.8
영업이익률	-7.2	-6.7	-0.5	1.7	1.7	0.0
세전이익률	-8.1	-8.0	-0.2	-0.1	0.1	-0.2
순이익률	-6.4	-6.2	-0.2	-0.1	0.1	-0.1

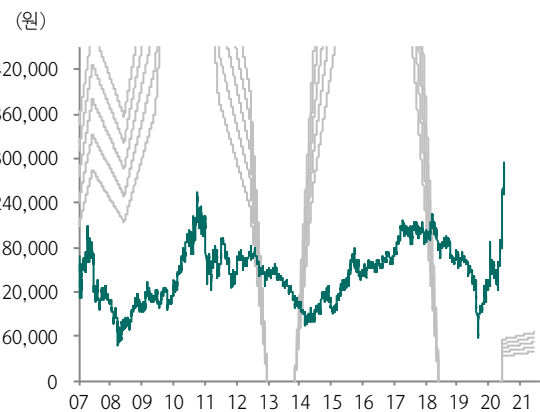
자료: 하나금융투자

그림 1. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. SK이노베이션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	FY2019	FY2020P	FY2021F	FY2022F
매출액	11,163.0	7,199.6	8,419.2	7,677.6	8,332.5	8,656.9	8,910.2	9,284.9	50,113.2	34,459.4	35,184.5	39,358.9
QoQ(%)	-5.3%	-35.5%	16.9%	-8.8%	8.5%	3.9%	2.9%	4.2%				
YoY(%)	-13.1%	-45.1%	-32.0%	-34.9%	-25.4%	20.2%	5.8%	20.9%	-8.1%	-31.2%	2.1%	11.9%
SK이노베이션	515.9	526.2	717.0	637.0	756.4	890.0	1,048.8	1,238.0	1,639.5	2,396.1	3,933.2	6,297.5
E&P	134.3	78.3	127.6	14.0	21.4	21.8	22.2	22.9	668.7	354.2	88.2	93.9
기타	381.6	447.9	589.4	623.0	735.0	868.2	1,026.6	1,215.2	970.8	2,041.9	3,845.0	6,203.6
배터리	288.8	338.2	486.0	497.2	596.6	716.0	859.2	1,031.0	690.3	1,610.2	3,202.8	5,263.3
기타	92.8	109.7	103.4	125.8	138.4	152.2	167.4	184.2	280.5	431.7	642.2	940.3
석유	8,033.1	4,517.7	5,317.9	4,769.2	5,268.3	5,415.6	5,451.5	5,603.9	35,368.3	22,637.9	21,739.3	22,951.4
화학	1,972.2	1,680.5	1,782.0	1,619.4	1,732.5	1,764.5	1,811.3	1,827.2	9,542.5	7,054.1	7,135.4	7,582.2
운할유	641.8	475.2	602.3	652.0	575.4	586.9	598.6	615.7	3,114.5	2,371.3	2,376.6	2,527.8
영업이익	-1,775.2	-439.7	-29.0	-243.4	-120.7	152.2	283.3	294.9	1,281.2	-2,487.3	609.7	1,658.5
영업이익률(%)	-15.9%	-6.1%	-0.3%	-3.2%	-1.4%	1.8%	3.2%	3.2%	2.6%	-7.2%	1.7%	4.2%
QoQ(%)	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	86.2%	4.1%				
YoY(%)	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	-39.6%	적전	흑전	172.0%
SK이노베이션	-78.3	-112.4	-84.8	-130.0	-108.8	-88.7	-66.5	-56.8	-180.6	-405.5	-320.8	75.3
영업이익률(%)	-15.2%	-21.4%	-11.8%	-20.4%	-14.4%	-10.0%	-6.3%	-4.6%	-11.0%	-16.9%	-8.2%	1.2%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
E&P	45.3	11.8	18.0	1.6	5.3	5.4	5.5	5.8	196.1	76.7	22.0	5.8
기타	-123.6	-124.2	-102.8	-131.6	-114.0	-94.1	-72.0	-62.6	-376.7	-482.2	-342.8	69.5
배터리	-104.9	-113.8	-98.9	-108.9	-107.4	-93.1	-68.7	-61.9	-309.1	-426.5	-331.1	23.6
LiBs 등 소재	27.0	0.0	29.9	25.3	27.8	30.6	33.7	37.0	106.6	82.2	129.2	189.1
기타	-45.7	-10.4	-33.8	-48.0	-34.5	-31.7	-37.0	-37.8	-174.2	-137.9	-140.9	-143.2
석유	-1,636.0	-432.9	38.6	-192.5	-129.4	42.2	127.3	133.5	450.3	-2,222.8	173.6	566.8
영업이익률(%)	-20.4%	-9.6%	0.7%	-4.0%	-2.5%	0.8%	2.3%	2.4%	1.3%	-9.8%	0.8%	2.5%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	201.6%	4.9%				
YoY(%)	적지	적전	-41.4%	적전	적지	흑전	229.8%	흑전	-36.9%	적전	흑전	226.5%
화학	-89.8	68.2	-53.4	-46.2	20.1	97.6	117.7	108.5	705.7	-121.2	343.9	548.8
영업이익률(%)	-4.6%	4.1%	-3.0%	-2.9%	1.2%	5.5%	6.5%	5.9%	7.4%	-1.7%	4.8%	7.2%
QoQ(%)	적전	흑전	적전	적지	흑전	385.1%	20.5%	-7.8%				
YoY(%)	적전	-63.0%	적전	적전	흑전	43.1%	흑전	흑전	-36.8%	적전	흑전	59.6%
운할유	28.9	37.4	70.6	125.3	97.4	101.1	104.9	109.6	305.8	262.2	413.0	467.6
영업이익률(%)	4.5%	7.9%	11.7%	19.2%	16.9%	17.2%	17.5%	17.8%	9.8%	11.1%	17.4%	18.5%
QoQ(%)	-66.7%	29.4%	88.8%	77.5%	-22.3%	3.8%	3.7%	4.6%				
YoY(%)	-38.6%	-52.2%	-24.6%	44.2%	237.0%	170.3%	48.5%	-12.5%	-33.6%	-14.3%	57.5%	13.2%
당기순이익	-1,552.2	-345.8	-16.1	-255.8	-212.6	-5.3	94.4	103.2	65.8	-2,169.9	-20.3	658.7
당기순이익률(%)	-13.9%	-4.8%	-0.2%	-3.3%	-2.6%	-0.1%	1.1%	1.1%	0.1%	-6.3%	-0.1%	1.7%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	9.3%				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	-96.1%	적전	적지	흑전
지배순이익	-1,558.0	-351.8	-23.7	-254.0	-206.2	-5.1	91.6	100.1	-35.7	-2,207.7	-19.7	643.5

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	54,216.5	49,876.5	34,459.4	35,184.5	39,358.9
매출원가	50,251.2	46,745.6	35,449.9	33,046.7	35,955.6
매출총이익	3,965.3	3,130.9	(990.5)	2,137.8	3,403.3
판매비	1,862.2	1,861.6	1,496.8	1,528.1	1,744.8
영업이익	2,103.2	1,269.3	(2,487.3)	609.7	1,658.5
금융손익	232.1	(547.1)	(447.9)	(528.4)	(618.9)
종속/관계기업손익	155.2	54.2	187.1	187.1	122.2
기타영업외손익	(102.9)	(400.0)	(54.3)	(295.1)	(295.1)
세전이익	2,387.5	376.5	(2,802.4)	(26.7)	866.7
법인세	701.5	310.7	(632.5)	(6.4)	208.0
계속사업이익	1,686.0	65.8	(2,169.9)	(20.3)	658.7
중단사업이익	13.1	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,699.0	65.8	(2,169.9)	(20.3)	658.7
비배주주지분 순이익	47.9	101.5	37.8	(0.6)	15.2
지배주주순이익	1,651.1	(35.7)	(2,207.7)	(19.7)	643.5
지배주주지분포괄이익	1,757.8	50.3	(725.1)	(6.8)	220.1
NOPAT	1,485.2	221.8	(1,925.9)	463.4	1,260.5
EBITDA	3,029.8	2,477.6	(1,092.0)	2,280.3	3,575.6
성장성(%)					
매출액증가율	17.45	(8.00)	(30.91)	2.10	11.86
NOPAT증가율	(30.79)	(85.07)	적전	흑전	172.01
EBITDA증가율	(26.49)	(18.23)	적전	흑전	56.80
영업이익증가율	(34.72)	(39.65)	적전	흑전	172.02
(지배주주)순이익증가율	(21.52)	적전	적지	적지	흑전
EPS증가율	(21.52)	적전	적지	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	7.31	6.28	(2.87)	6.08	8.65
EBITDA이익률	5.59	4.97	(3.17)	6.48	9.08
영업이익률	3.88	2.54	(7.22)	1.73	4.21
계속사업이익률	3.11	0.13	(6.30)	(0.06)	1.67

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	17,619	(381)	(23,558)	(210)	6,867
BPS	205,525	198,540	173,663	173,453	180,320
CFPS	39,441	21,564	(15,134)	20,851	34,673
EBITDAPS	32,330	26,437	(11,652)	24,333	38,155
SPS	578,532	532,221	367,708	375,446	419,990
DPS	8,000	3,000	0	0	0
주가지표(배)					
PER	10.19	(393.70)	(8.07)	(1,333.33)	40.77
PBR	0.87	0.76	1.09	1.61	1.55
PCFR	4.55	6.96	(12.55)	13.43	8.08
EV/EBITDA	7.01	9.05	(25.96)	17.04	11.50
PSR	0.31	0.28	0.52	0.75	0.67
재무비율(%)					
ROE	9.12	(0.20)	(13.54)	(0.13)	4.17
ROA	4.71	(0.09)	(5.80)	(0.05)	1.56
ROIC	7.37	1.02	(8.38)	1.90	4.67
부채비율	86.99	117.06	134.65	156.13	177.04
순부채비율	18.02	42.09	64.88	84.17	98.50
이자보상배율(배)	8.11	3.69	(5.65)	1.20	2.76

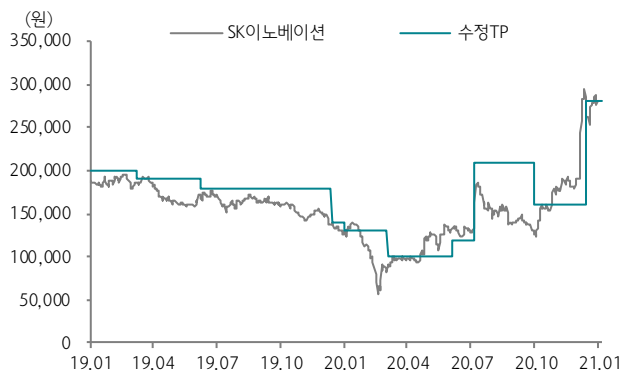
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	16,634.7	17,352.8	12,682.1	12,612.1	14,066.5
금융자산	4,615.9	4,642.1	3,670.0	3,426.0	3,879.0
현금성자산	1,825.6	2,196.0	1,979.7	1,700.1	1,948.5
매출채권	4,413.9	4,138.3	2,859.1	2,919.3	3,265.6
재고자산	6,151.9	6,495.2	4,487.5	4,581.9	5,125.5
기타유동자산	1,453.0	2,077.2	1,665.5	1,684.9	1,796.4
비유동자산	19,218.7	22,173.3	23,966.2	26,575.0	29,317.5
투자자산	3,427.0	4,314.7	3,095.6	3,152.9	3,483.0
금융자산	545.2	819.7	680.8	687.4	725.0
유형자산	13,685.0	15,462.4	18,585.8	21,236.4	23,736.9
무형자산	2,007.0	1,118.9	1,007.5	908.5	820.4
기타비유동자산	99.7	1,277.3	1,277.3	1,277.2	1,277.2
자산총계	35,853.4	39,526.1	36,648.3	39,187.1	43,384.1
유동부채	8,866.6	10,456.4	10,503.4	13,345.1	17,091.3
금융부채	1,423.5	2,524.7	4,020.3	6,520.5	9,521.7
매입채무	4,588.3	4,928.2	3,404.9	3,476.5	3,889.0
기타유동부채	2,854.8	3,003.5	3,078.2	3,348.1	3,680.6
비유동부채	7,812.5	10,860.1	10,527.0	10,542.6	10,632.8
금융부채	6,646.9	9,782.5	9,782.5	9,782.5	9,782.5
기타비유동부채	1,165.6	1,077.6	744.5	760.1	850.3
부채총계	16,679.1	21,316.4	21,030.3	23,887.7	27,724.1
지배주주지분	18,122.7	17,468.1	15,136.8	15,117.1	15,760.6
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
자본조정	(1,137.2)	(1,136.4)	(1,136.4)	(1,136.4)	(1,136.4)
기타포괄이익누계액	97.0	194.9	194.9	194.9	194.9
이익잉여금	12,928.5	12,175.2	9,843.9	9,824.2	10,467.7
비배주주지분	1,051.6	741.5	481.1	182.3	(100.7)
자본총계	19,174.3	18,209.6	15,617.9	15,299.4	15,659.9
순금융부채	3,454.5	7,665.0	10,132.8	12,877.0	15,425.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,699.5	1,825.8	1,074.8	1,751.3	2,337.7
당기순이익	1,699.0	65.8	(2,169.9)	(20.3)	658.7
조정	116	122	108	160	191
감가상각비	926.6	1,208.3	1,395.3	1,670.6	1,917.1
외환거래손익	(26.2)	20.3	(236.1)	104.7	104.7
지분법손익	(155.2)	(54.2)	(187.1)	(187.1)	(122.2)
기타	(629.2)	(1,052.4)	(864.1)	(1,428.2)	(1,708.6)
영업활동 자산부채 변동	(1,158.2)	535.3	2,161.0	171.7	(232.2)
투자활동 현금흐름	(2,469.4)	(3,166.8)	(2,307.5)	(4,530.9)	(5,144.9)
투자자산감소(증가)	(361.8)	(703.7)	1,108.0	(168.5)	(506.1)
자본증가(감소)	(1,234.4)	(2,497.0)	(4,407.4)	(4,222.1)	(4,329.5)
기타	(873.2)	33.9	991.9	(140.3)	(309.3)
재무활동 현금흐름	604.3	1,686.1	1,372.1	2,500.2	3,001.2
금융부채증가(감소)	2,400.5	4,236.8	1,495.7	2,500.2	3,001.2
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(983.9)	(1,546.7)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(812.3)	(1,004.0)	(123.6)	0.0	0.0
현금의 증감	(152.0)	370.4	(216.3)	(279.5)	248.4
Unlevered CFO	3,696.2	2,020.8	(1,418.3)	1,954.1	3,249.3
Free Cash Flow	428.0	(750.8)	(3,332.6)	(2,470.9)	(1,991.8)

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK이노베이션



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.13	Neutral	280,000		
20.10.30	BUY	160,000	14.19%	83.75%
20.8.5	BUY	210,000	-27.90%	-10.95%
20.7.5	Neutral	120,000	8.22%	2.08%
20.4.2	Neutral	100,000	10.74%	36.50%
20.2.1	Neutral	130,000	-16.67%	8.08%
20.1.13	Neutral	140,000	-5.80%	-0.36%
19.7.9	Neutral	180,000	-11.16%	-1.67%
19.4.8	Neutral	190,000	-9.79%	1.84%
19.1.7	Neutral	200,000	-7.18%	-2.25%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.13%	7.87%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 01월 29일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 2월 1일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2021년 2월 1일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.