



BUY(Maintain)

목표주가: 340,000원

주가(4/9): 238,000원

시가총액: 220,068억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(4/9)		3,131.88pt
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	317,500원	93,600원
등락률	-25.0%	154.3%
수익률	절대	상대
1M	3.5%	-1.7%
6M	64.7%	25.8%
1Y	142.9%	42.4%

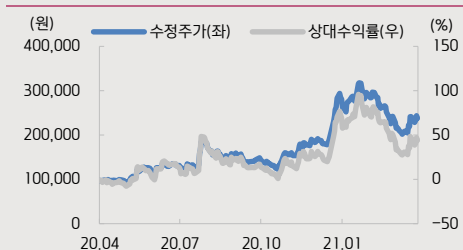
Company Data

발행주식수	92,466천주
일평균 거래량(3M)	1,422천주
외국인 지분율	22.3%
배당수익률(20A)	0.0%
BPS(20A)	155,153원
주요 주주	SK 외 1인 33.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020	2021E
매출액	54,216.5	49,306.9	34,164.5	38,776.9
영업이익	2,103.2	1,113.6	-2,568.8	1,110.2
EBITDA	3,029.8	2,321.9	-1,201.8	2,651.8
세전이익	2,387.5	500.5	-2,869.8	1,604.7
순이익	1,699.0	65.8	-2,146.7	1,251.7
지배주주지분순이익	1,651.1	-35.7	-2,172.8	1,266.9
EPS(원)	17,619	-381	-23,185	13,518
증감률(%YoY)	-21.5	적전	적지	흑전
PER(배)	10.2	-393.3	-8.2	17.6
PBR(배)	0.9	0.8	1.2	1.4
EV/EBITDA(배)	7.0	9.7	-23.7	13.7
영업이익률(%)	3.9	2.3	-7.5	2.9
ROE(%)	9.1	-0.2	-13.6	8.5
순부채비율(%)	18.1	42.2	63.3	80.7

Price Trend



기업브리프

SK이노베이션 (096770)

2조원을 내어주고, 그 몇 배를 얻을 것이다



SK이노베이션은 최근 급상승하고 있는 배터리/분리막 시장 점유율에도 LG화학과의 소송 이슈로 상대적으로 저평가 받아왔습니다. 하지만 이번 소송 합의로 불확실성이 완전히 해소되었습니다. 한편 막대한 변호사 고용 등 일회성 비용 제거로 당초 계획 대비 배터리 사업의 BEP 달성 시점이 빨라질 것으로 보입니다. 배터리/분리막 가치를 고려하여 목표주가를 34만원으로 상향 조정합니다.

>>> 불확실성 해소

SK이노베이션과 LG화학(LG에너지솔루션)의 배터리 소송 관련 리스크가 드디어 해소되었다. 양사는 어제 바이든 대통령의 거부권 데드라인을 앞두고 전격 합의를 하였다. 양사는 총 2조원의 합의금 지급과 동시에 국내/외 소송 취하 및 향후 10년 동안 추가 소송을 하지 않도록 결정하였다. 산업 발전을 위해 양사가 대승적 결단을 한 듯 보인다. 합의금 규모는 2조원 수준으로 동사는 현금 1조원을 LG에너지솔루션에 지급하고, 향후 미국 사업에서 벌어들이는 관련 로열티 1조원을 주는 조건으로 예상된다.

이번 합의로 ITC가 결정한 동사의 수입금지 조치는 발생하지 않을 것으로 판단된다. 이에 포드/폭스바겐 등 주요 고객사에 대한 공급 불확실성이 제거되었고, 미국 조지아주 2공장의 건설 진척도도 급격히 진행될 전망이다. 또한 손익측면에서도 소송 진행으로 발생한 막대한 변호사/합법적 로비 등 일회성 비용 제거로 당초 계획 대비 배터리 사업의 손익분기점을 도달하는 시점이 빨라질 전망이다. 한편 이번 합의로 우수한 제품 안정성 및 기술력에도 불구하고, 의도적으로 판매가 배제되었던 분리막의 LG향 판매량도 증가할 가능성이 있어 보인다. 우리는 동사가 단기적으로 1조원의 현금 유출이 발생하지만, 불확실성 해소로 그 몇 배 이상의 시가총액 상승이 예상된다. 동사는 흑독한 사업 포트폴리오 개선으로 이미 세계 5~6위권 배터리 업체로 등극하였기 때문이다.

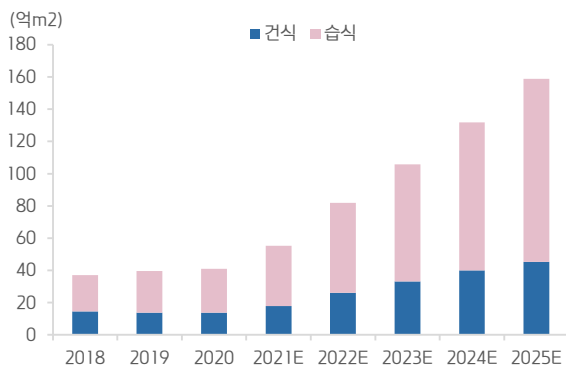
>>> 화학부문 경쟁력 강화

울산 No.1 크래커 및 EPDM 철수 등에도 불구하고, 동사의 화학부문 경쟁력은 더욱 강화될 전망이다. 2017년 다우사로부터 인수한 EAA, PVDC 사업이 포장용 수요 증가로 실적이 완전히 개선되고 있고, 프랑스 Arkema의 고기능성 폴리머 사업 인수 효과가 올해부터 온기로 실적에 본격적으로 반영될 것으로 추정되기 때문이다. 또한 지분법 업체인 중한석화는 최근 폴리머 시장 강세로 상반기 실적이 급격히 증가할 전망이며, 올해 하반기부터 크래커 증설분(에틸렌 기준 80만톤에서 110만톤으로 확대) 가동으로 추가적인 규모의 경제 효과가 발생할 것으로 보인다. 또한 중한석화는 2019년 4월 Sinopec 산하 정유업체 인수로 COTC 통합 효과가 나타나고 있고, 올해 상반기는 유가 상승으로 인한 재고평가이익이 크게 증가할 전망이다.

>>> 분리막 가치를 더욱 공격적으로 볼 필요가 있다

동사의 자회사인 SKIET는 올해 상반기에 상장을 준비하고 있다. SKIET 및 동사는 이번 상장을 통하여 조달하는 자금으로 습식 분리막 시장의 선두 위치를 공고히 할 계획으로 보인다. 한편 SKIET는 지난달 26일 1.13조원을 투자하여 폴란드 실롱스크주에 분리막 공장을 건설하기로 결정하였다. 이에 동사는 폴란드에서만 연간 총 15.4억m² 분리막을 생산할 수 있게 된다. 공격적 증설의 배경은 분리막 시장의 고성장이 예상되며, 2023년부터 숏티지 현상이 나타날 것으로 추정되기 때문이다. 한편 우리는 동사의 분리막 영업가치가 14조원을 상회할 것으로 추정하고 있다. 또한 삼성전자의 폴더블 디바이스 시장 파이 확장 계획 등으로 FCW 등 1세대 필름 수요가 동반 증가할 것으로 추정된다. 동사에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 동사의 배터리/분리막 가치를 고려하여 목표주가는 34만원으로 상향 조정한다.

세계 분리막 시장 규모 추이/전망



자료: SNER, 키움증권 리서치

SK이노베이션 밸류에이션

(억원, 배, 천주)	EBITDA	Multiple	비고	
석유사업	14,079	7	98,554	21년 추정치
화학	3,545	8	28,363	21년 추정치
운활기유	5,487	8	43,897	21년 추정치
배터리			118,189	25년 현재화
분리막	4,754	30	142,627	21년 추정치
E&P 등	-1,404	8	-11,231	21년 추정치
영업가치 합(A)			420,400	
투자자산가치(B)			17,466	20년 장부가치
순차입금(C)			131,604	21년 추정치
우선주(D)			2,209	4/9 일 증가
합의비용(E)			20,000	
시가총액(F=A+B-C-D-E)			284,053	
주식수(G)			82,335	자사주 제외
적정주가(F/G)			344,995	
목표주가			340,000	천원 단위 절하
현재주가			238,000	4/9 일 증가
상승여력			42.9%	현재주가 대비

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E
매출액	11,163	7,200	8,419	7,383	9,992	9,094	9,781	9,910	54,217	49,307	34,165	38,777
석유	8,033	4,518	5,318	4,769	6,382	5,357	5,985	5,912	39,194	35,368	22,638	23,636
화학	1,972	1,681	1,782	1,619	1,991	1,989	1,871	1,849	10,684	9,543	7,054	7,700
운활유	642	475	602	652	693	665	650	642	3,266	3,115	2,371	2,650
석유개발/기타	516	526	717	637	926	1,083	1,275	1,507	1,367	1,640	2,396	4,791
영업이익	-1,775	-440	-29	-325	338	72	288	412	2,103	1,114	-2,569	1,110
%OP	-15.9%	-6.1%	-0.3%	-4.4%	3.4%	0.8%	2.9%	4.2%	3.9%	2.3%	-7.5%	2.9%
석유	-1,636	-433	39	-193	267	27	197	301	713	450	-2,223	791
화학	-90	68	-53	-46	36	6	16	18	1,118	706	-121	77
운활유	29	37	71	125	130	105	113	111	461	306	262	459
석유개발/기타	-78	-112	-85	-130	-95	-67	-37	-18	-171	-181	-406	-217

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
매출액	54,216.5	49,306.9	34,164.5	38,776.9	44,643.0
매출원가	50,251.2	46,343.9	34,643.0	35,300.8	40,345.5
매출총이익	3,965.3	2,963.0	-478.4	3,476.1	4,297.5
판매비	1,862.2	1,849.4	2,090.4	2,366.0	2,753.8
영업이익	2,103.2	1,113.6	-2,568.8	1,110.2	1,543.7
EBITDA	3,029.8	2,321.9	-1,201.8	2,651.8	3,567.4
영업외손익	284.3	-613.1	-301.0	494.5	-134.3
이자수익	87.9	98.2	58.0	53.8	62.1
이자비용	259.2	340.9	353.6	425.7	476.1
외환관련이익	939.2	1,003.5	1,401.2	1,234.5	1,259.1
외환관련손실	1,040.1	1,114.1	1,349.1	1,190.8	1,131.2
종속 및 관계기업손익	155.2	54.2	-28.6	69.1	98.1
기타	401.3	-314.0	-28.9	753.6	53.7
법인세차감전이익	2,387.5	500.5	-2,869.8	1,604.7	1,409.5
법인세비용	701.5	255.6	-628.1	353.0	310.1
계속사업순이익	1,686.0	244.9	-2,241.7	1,251.7	1,099.4
당기순이익	1,699.0	65.8	-2,146.7	1,251.7	1,099.4
지배주주순이익	1,651.1	-35.7	-2,172.8	1,266.9	1,112.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	17.4	-9.1	-30.7	13.5	15.1
영업이익 증감율	-34.7	-47.1	-330.7	-143.2	39.0
EBITDA 증감율	-26.5	-23.4	-151.8	-320.7	34.5
지배주주순이익 증감율	-21.5	-102.2	5,986.3	-158.3	-12.2
EPS 증감율	-21.5	적전	적지	흑전	-12.2
매출총이익률(%)	7.3	6.0	-1.4	9.0	9.6
영업이익률(%)	3.9	2.3	-7.5	2.9	3.5
EBITDA Margin(%)	5.6	4.7	-3.5	6.8	8.0
지배주주순이익률(%)	3.0	-0.1	-6.4	3.3	2.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
유동자산	16,634.7	17,353.6	13,295.1	13,895.6	15,823.0
현금 및 현금성자산	1,825.6	2,196.0	2,940.7	2,538.4	3,207.8
단기금융자산	2,411.6	2,024.4	2,064.9	2,106.2	2,148.3
매출채권 및 기타채권	5,274.4	5,016.9	3,040.4	3,450.9	3,973.0
재고자산	6,151.9	6,495.2	3,878.4	4,402.0	5,067.9
기타유동자산	3,382.8	3,645.5	3,435.6	3,504.3	3,574.3
비유동자산	19,218.7	22,180.9	25,203.1	28,935.7	30,215.4
투자자산	4,272.9	4,297.7	4,572.0	4,875.3	5,193.0
유형자산	13,685.0	15,417.5	17,878.2	21,452.6	22,531.2
무형자산	2,007.0	1,173.5	1,223.9	1,107.8	1,005.5
기타비유동자산	-746.2	1,292.2	1,529.0	1,500.0	1,485.7
자산총계	35,853.4	39,534.5	38,498.1	42,831.3	46,038.3
유동부채	8,866.6	10,457.2	11,014.8	11,480.4	12,049.2
매입채무 및 기타채무	7,049.6	7,645.0	7,380.6	7,846.2	8,415.0
단기금융부채	2,510.6	3,239.1	3,239.1	3,239.1	3,239.1
기타유동부채	-693.6	-426.9	395.1	395.1	395.1
비유동부채	7,812.5	10,864.0	12,024.8	15,034.8	17,134.8
장기금융부채	10,713.8	11,811.0	14,821.0	16,921.0	19,021.0
기타비유동부채	-2,901.3	-947.0	-2,796.2	-1,886.2	-1,886.2
부채총계	16,679.1	21,321.3	23,039.7	26,515.2	29,184.0
자본지분	18,122.6	17,468.1	14,540.0	15,412.8	15,964.3
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,765.8	5,765.8	5,941.9	5,941.9	5,941.9
기타자본	-1,137.2	-1,136.4	-1,632.2	-1,632.2	-1,632.2
기타포괄손익누계액	97.0	194.9	-129.6	-440.0	-750.4
이익잉여금	12,928.5	12,175.2	9,891.3	11,074.5	11,936.5
비지배지분	1,051.6	745.1	918.5	903.3	890.0
자본총계	19,174.3	18,213.2	15,458.5	16,316.1	16,854.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,699.5	1,825.8	2,850.8	1,702.2	1,818.3
당기순이익	1,699.0	65.8	-2,146.7	1,251.7	1,099.4
비현금항목의 가감	1,997.1	1,955.0	1,142.8	1,626.7	2,078.8
유형자산감가상각비	833.7	1,083.0	1,239.6	1,425.6	1,921.4
무형자산감가상각비	92.9	125.2	127.3	116.1	102.3
지분법평가손익	-245.0	-122.3	-196.5	-170.9	-189.9
기타	1,315.5	869.1	-27.6	255.9	245.0
영업활동자산부채증감	-1,158.2	535.3	4,272.1	-538.6	-723.2
매출채권및기타채권의감소	220.3	293.6	1,816.7	-410.5	-522.0
재고자산의감소	-477.4	-67.0	2,634.8	-523.6	-665.9
매입채무및기타채무의증가	-649.7	235.6	-2,679.2	465.5	568.8
기타	-251.4	73.1	2,499.8	-70.0	-104.1
기타현금흐름	-838.4	-730.3	-417.4	-637.6	-636.7
투자활동 현금흐름	-2,469.4	-3,166.8	-4,128.7	-5,137.3	-3,838.1
유형자산의 취득	-1,271.5	-2,576.6	-3,763.1	-4,300.0	-3,000.0
유형자산의 처분	37.1	79.6	5.9	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-209.1	-167.2	-113.6	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-445.0	-800.1	-53.4	-205.2	-205.2
단기금융자산의감소(증가)	-412.8	306.5	387.2	-40.5	-41.3
기타	-168.1	-9.0	-591.7	-591.6	-591.6
재무활동 현금흐름	604.3	1,686.1	2,144.7	3,138.2	2,144.6
차입금의 증가(감소)	2,417.2	3,085.9	2,662.0	3,010.0	2,100.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-1,001.8	0.0	-496.2	0.0	0.0
배당금지급	-812.3	-1,004.0	-149.3	0.0	-83.6
기타	1.2	-395.8	128.2	128.2	128.2
기타현금흐름	13.6	25.3	-122.2	-105.3	544.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-152.0	370.4	744.7	-402.2	669.3
기초현금 및 현금성자산	1,977.6	1,825.6	2,196.0	2,940.7	2,538.4
기말현금 및 현금성자산	1,825.6	2,196.0	2,940.7	2,538.4	3,207.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	17,619	-381	-23,185	13,518	11,873
BPS	193,382	186,398	155,153	164,467	170,352
CFPS	39,441	21,564	-10,713	30,715	33,913
DPS	8,000	3,000	0	1,000	3,000
주가배수(배)					
PER	10.2	-393.3	-8.2	17.6	20.0
PER(최고)	12.9	-519.2	-8.5		
PER(최저)	9.8	-369.7	-2.4		
PBR	0.9	0.8	1.2	1.4	1.4
PBR(최고)	1.2	1.1	1.3		
PBR(최저)	0.9	0.8	0.4		
PSR	0.3	0.3	0.5	0.6	0.5
PCFR	4.6	7.0	-17.7	7.7	7.0
EV/EBITDA	7.0	9.7	-23.7	13.7	10.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	41.1	396.6	0.0	6.6	22.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	4.5	2.0	0.0	0.4	1.3
ROA	4.8	0.2	-5.5	3.1	2.5
ROE	9.1	-0.2	-13.6	8.5	7.1
ROIC	8.8	2.2	-14.1	3.8	4.7
매출채권회전율	10.1	9.6	8.5	11.9	12.0
재고자산회전율	8.9	7.8	6.6	9.4	9.4
부채비율	87.0	117.1	149.0	162.5	173.2
순차입금비용	18.1	42.2	63.3	80.7	86.3
이자보상배율	8.1	3.3	-7.3	2.6	3.2
총차입금	8,014.5	12,292.4	14,753.7	17,763.7	19,863.7
순차입금	3,470.8	7,684.7	9,788.6	13,160.4	14,549.7
NOPLAT	3,029.8	2,321.9	-1,201.8	2,651.8	3,567.4
FCF	39.0	-456.3	-1,296.9	-2,431.0	-495.4

Compliance Notice

- 당사는 4월 9일 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 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK이노베이션 (096770)	2019/04/22	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-34.09	-25.58
	2019/06/14	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-34.89	-25.58
	2019/07/29	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-35.63	-25.58
	2019/09/23	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-35.77	-25.58
	2019/11/01	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-43.96	-37.69
	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	-7.97	16.88
	2020/10/26	Buy(Maintain)	184,000원	6개월	-30.09	-28.53
	2020/11/02	Buy(Maintain)	184,000원	6개월	20.21	72.55
	2021/04/12	Buy(Maintain)	340,000원	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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%