

SK이노베이션(096770)

매수 목표주가 240,000원

최고운
gowoon@koreainvestment.com

하반기 흑자전환에 주목

#유가를 #보면 #2분기가 #오래전으로 #느껴지는

2분기 영업손실 기록했지만 부진 요인들은 이미 해소되고 있음

- 2분기 실적은 시장 기대보다 부진. 매출액은 18.7조(-2% QoQ, -6% YoY), 영업손실 1,068억원(적자전환 QoQ)을 기록. 유가와 정제마진 하락에 따른 정유 부문의 적자로 컨센서스를 하회
- 석유: 영업손실 4,112억원(적자지속 QoQ, OPM -3.8%). 중국 리오프닝에 따른 수요 회복 효과가 기대에 못 미쳤고 글로벌 경기둔화에 대한 우려가 커진 탓에 2분기 평균 정제마진은 전분기대비 8달러 하락해 6달러에 그침. 유가 하락에 따른 역래깅 영향으로 정유사업은 다시 적자전환했지만 7월 현재 유가와 정제마진이 이미 반등한 만큼 3분기에는 바로 흑자전환해 빠르게 이익이 정상화될 전망
- 화학: 영업이익 1,702억원(+56% QoQ, OPM 6.0%). 납사가격 하락으로 재고관련 손실이 발생했으나 PX 중심의 아로마틱 제품 마진 개선으로 기대 이상의 이익을 달성
- 운할유: 영업이익 2,599억원(+0.3% QoQ, OPM 23.4%). 전반적인 수요 둔화세가 이어지며 판매량이 감소했으나 유가하락 덕분에 제품 스프레드는 개선되며 영업이익률이 전분기대비 3%p 상승

하반기 이익은 다시 정상화되는 만큼 재무 우려도 줄어들 전망

- 하반기 영업이익은 정유 부문의 흑자전환과 자회사들의 실적 개선에 힘입어 턴어라운드할 전망. 3분기 영업이익은 6,850억원으로 예상. 정제마진은 이미 반등했고 상승세는 추세적. 중국 리오프닝 효과로 이동수요가 회복되는 가운데 공급증가 여력은 제한적이기 때문
- 최근 재무 및 자회사 관련 불확실성이 재차 부각되었지만 정유 사업이 턴어라운드하며 캐시카우 역할도 돌아왔고 2분기부터 AMPC 효과도 본격적으로 반영되기 시작한 만큼 추가적인 우려는 과도하다고 판단됨. SK이노베이션에 대해 '매수' 의견과 목표주가 24만원(SOTP 방식 적용)을 유지

실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

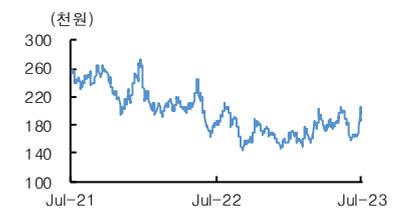
	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	19,905.3	22,753.4	19,136.8	19,142.9	18,727.2	(2.2)	(5.9)	18,446.4
영업이익	2,329.2	704.0	(764.9)	375.0	(106.8)	NM	NM	136.2
영업이익률(%)	11.7	3.1	(4.0)	2.0	(0.6)	(2.5p)	(12.3p)	0.7
세전이익	2,010.1	303.5	(829.4)	156.3	(257.9)	NM	NM	71.5
순이익	1,276.1	74.8	(575.7)	(131.1)	(222.1)	NM	NM	(36.8)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	46,853	78,057	76,665	78,048	82,823
영업이익 (십억원)	1,742	3,917	1,781	3,602	3,931
순이익 (십억원)	292	1,569	339	1,513	1,661
증가율(%)	NM	437.2	(78.4)	346.9	9.8
EBITDA (십억원)	3,255	5,710	3,759	5,765	6,293
PER(x)	68.3	8.3	48.8	12.1	11.0
EV/EBITDA(x)	10.1	5.7	10.1	6.7	6.2
PBR(x)	1.2	0.7	0.9	0.8	0.8
DY(%)	0.0	0.0	0.0	1.1	1.1

Stock Data

KOSPI(7/28)	2,608
주가(7/28)	189,500
시가총액(십억원)	17,522
52주 최고/최저가(원)	210,500/143,500
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.2/24.0
주요주주(%) SK 외 36 인	34.9
국민연금공단	8.9

주가추이



자료: FnGuide

- 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 리포트는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	46,853	78,057	76,665	78,048	82,823
매출원가	42,672	71,030	71,616	71,168	75,413
매출총이익	4,181	7,027	5,049	6,880	7,410
판매관리비	2,440	3,110	3,268	3,278	3,479
영업이익	1,742	3,917	1,781	3,602	3,931
영업이익률(%)	3.7	5.0	2.3	4.6	4.7
EBITDA	3,255	5,710	3,759	5,765	6,293
EBITDA Margin(%)	6.9	7.3	4.9	7.4	7.6
영업외수익	(924)	(1,057)	(728)	(773)	(764)
금융수익	2,282	7,097	7,033	7,039	7,037
금융비용	3,023	8,107	7,911	7,853	7,837
기타영업외손익	(619)	(50)	72	0	0
관계기업관련손익	437	2	77	42	36
세전계속사업이익	818	2,860	1,053	2,829	3,167
법인세비용	374	965	466	968	1,083
연결당기순이익	489	1,895	587	1,861	2,084
지배주주지분순이익	292	1,569	339	1,513	1,661
지배주주순이익률(%)	0.6	2.0	0.4	1.9	2.0
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	35.6	66.6	(1.8)	1.8	6.1
영업이익 증가율	NM	124.9	(54.5)	102.2	9.2
지배주주순이익 증가율	NM	437.2	(78.4)	346.9	9.8
EPS 증가율	NM	430.2	(79.0)	304.3	9.8
EBITDA 증가율	NM	75.4	(34.2)	53.4	9.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	(495)	407	2,257	3,751	4,579
당기순이익	489	1,895	587	1,861	2,084
유형자산감가상각비	1,408	1,616	1,796	1,979	2,166
무형자산상각비	105	177	181	184	196
자산부채변동	(2,585)	(4,270)	(473)	(587)	(274)
기타	88	989	165	313	408
투자활동현금흐름	(4,111)	(5,123)	(4,461)	(3,577)	(3,983)
유형자산투자	(3,175)	(6,777)	(4,282)	(4,018)	(3,854)
유형자산매각	902	67	0	0	0
투자자산순증	(1,803)	1,828	(54)	330	122
무형자산순증	(78)	(288)	(144)	(221)	(323)
기타	43	46	19	332	72
재무활동현금흐름	5,030	10,507	1,652	(560)	(488)
자본의증가	3,455	1,703	1,178	0	0
차입금의순증	1,593	9,019	723	(18)	128
배당금지급	(25)	(217)	(0)	(0)	(193)
기타	7	2	(249)	(542)	(423)
기타현금흐름	60	265	0	0	0
현금의증가	483	6,055	(552)	(385)	109
FCF	(3,023)	(5,834)	(1,879)	(133)	858

주: K-IFRS (연결) 기준

Compliance notice

- 당사는 2023년 7월 31일 현재 SK이노베이션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배무자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK이노베이션 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 SK이노베이션 발행주식의 유상증자 주관사입니다.
- 당사는 SK이노베이션 발행주식에 기타이해관계가 없습니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2023. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
87.6%	12.4%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중 보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중 과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중 보다 낮게 가져갈 것을 권함

재무상태표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	49,545	67,219	69,989	71,075	74,222
유동자산	21,482	31,967	32,048	31,299	32,800
현금성자산	3,424	9,479	8,927	8,541	8,650
매출채권및기타채권	5,130	8,095	8,718	8,485	9,004
재고자산	7,849	11,858	12,030	12,247	12,996
비유동자산	28,063	35,252	37,941	39,776	41,422
투자자산	4,930	5,518	5,650	5,361	5,275
유형자산	19,337	25,111	27,597	29,636	31,324
무형자산	1,907	2,078	2,041	2,077	2,205
부채총계	29,924	43,977	44,982	44,400	45,656
유동부채	14,512	27,557	29,136	28,256	29,233
매입채무및기타채무	11,324	14,411	14,920	14,409	15,291
단기차입금및단기사채	864	7,559	7,736	7,565	7,454
유동성장기부채	1,831	4,840	5,916	5,780	5,815
비유동부채	15,412	16,419	15,846	16,144	16,423
사채	10,106	8,420	8,045	8,123	8,184
장기차입금및금융부채	4,666	6,495	6,323	6,517	6,643
자본총계	19,621	23,242	25,007	26,676	28,566
지배주주지분	17,311	19,652	21,168	22,488	23,956
자본금	469	469	510	510	510
자본잉여금	7,698	8,198	9,335	9,335	9,335
기타자본	(1,555)	(1,323)	(1,323)	(1,323)	(1,323)
이익잉여금	10,199	11,580	11,918	13,238	14,706
비지배주주지분	2,310	3,591	3,839	4,188	4,611
순차입금	10,004	16,190	17,610	18,340	18,288

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,491	18,511	3,881	15,691	17,231
BPS	201,360	223,892	220,776	233,727	248,134
DPS	0	0	0	2,000	2,000
수익성(%)					
ROA	1.1	3.2	0.9	2.6	2.9
ROE	1.8	8.5	1.7	6.9	7.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	1.1	1.1
배당성향	0.0	0.0	0.0	12.8	11.6
안정성					
부채비율(x)	152.5	189.2	179.9	166.4	159.8
차입금/자본총계비율(%)	89.1	117.7	112.3	105.2	98.7
이자보상배율(x)	4.4	6.1	2.2	4.5	4.9
순차입금/EBITDA(x)	3.1	2.8	4.7	3.2	2.9
Valuation(x)					
PER	68.3	8.3	47.1	11.7	10.6
최고	93.8	15.0	53.9	13.3	12.1
최저	55.3	7.7	37.1	9.2	8.4
PBR	1.2	0.7	0.8	0.8	0.7
최고	1.6	1.2	0.9	0.9	0.8
최저	1.0	0.6	0.7	0.6	0.6
PSR	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	10.1	5.7	9.9	6.6	6.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 추가대비
SK이노베이션 (096770)	2021.05.31	매수	350,000원	-32.9	-15.6
	2022.05.31	1년경과		-42.1	-30.3
	2022.07.18	매수	280,000원	-35.3	-24.8
	2022.10.17	매수	240,000원	-	-

