

2021. 5. 14



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 365,000 원

현재주가 (5.13) 258,000 원

상승여력 41.5%

KOSPI 3,122.11pt

시가총액 238,561억원

발행주식수 9,247만주

유동주식비율 55.64%

외국인비중 22.84%

52주 최고/최저가 317,500원/93,600원

평균거래대금 2,796.8억원

주요주주(%)

SK 외 1 인 33.41

국민연금공단 8.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.9	65.4	170.2
상대주가	-5.5	32.1	67.9

주가그래프



SK이노베이션 096770

21년 본업 흑자전환
22년 EV 배터리 턴어라운드 예고

- ✓ 1Q21 예고된 영업이익 서프라이즈(전사 수익성 개선), 연간 턴어라운드의 초입단계
- ✓ 2021년 견고한 정제설비 공급 여건에서 수요 회복에 따른 정제마진의 추세적 반등
- ✓ 2021년 EV배터리 소송 Risk-Off & 거점별 신규 설비 가동/수주잔고 증가 향후 사업부의 가이던스 상향 가능성 등 연중 모멘텀의 재료들 다수 보유
- ✓ 21~22년 본업 이익 개선과 자회사 매각 등 재무구조 개선 움직임의 선순환과 EV배터리의 투자 가속화/수익성 확보는 섹터내 경쟁사 대비 주가 차별화 근거
- ✓ 투자의견 Buy, 21년 연간 이익 추정치 상향 조정으로 적정주가는 36.5만원을 제시

1Q21 Review: 영업이익 5,025억원(흑자전환 YoY/QoQ) 달성

21년 Dubai유가는 YTD +17.6달러/배럴 상승, 당분기 재고평가이익 3,722억원을 포함한 영업이익은 5,025억원으로 이익 서프라이즈를 달성했다. 사업부문별 이익은 석유 4,161억원(재고이익과 제품별 마진은 바닥권 통과), 화학 1,183억원(), 윤활유 1,371억원, 소재 317억원, 배터리 -1,767억원 등이다. 또한 영업외비용(LGES과의 소송 합의금액) 반영으로 순이익은 적자는 지속되었다.

2021~22년 정유부문의 단단한 이익 체력을 회복 전망

당사는 21~22년 수요 정상화에 바탕을 둔 정유부문 이익 턴어라운드 전망을 유지한다. 올 하반기 Covid19 백신 확산에 따른 수요 반등 모멘텀이 극대화, 21~22년 글로벌 정제설비 수급 여건(정제설비 증설/폐쇄 감안한 순증가 규모 +50만배럴) 또한 긍정적이다. 정제마진 전망은 21년 6.3달러/배럴, 22년 7.5달러/배럴로 이익 우상향을 추정한다.

EV배터리 소송 종료 이후, 중장기 사업 로드맵 상향 가능성 열어둘 필요

동사는 지난 4월 경쟁사와의 소송 합의 이후 EV배터리부문의 신규 수주/생산capa 가이던스 상향 가능성 등 성장의 속도가 가속화될 전망이다. 동사의 21~23년 연 평균 매출액 성장률은 +58% 추정, 또한 하이니켈 양극재 등 기술 경쟁력을 바탕으로 경쟁사 대비 가파른 외형 성장의 속도를 시현할 전망이다.

투자의견 Buy와 적정주가는 36.5만원을 제시

2021년 Post Covid19의 수요 정상화에 따른 이익 턴어라운드, 자회사 지분 매각을 통한 차입금 감소 등 재무구조 개선 움직임이 활발해질 전망이다. 동사에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 36.5만원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	49,306.9	1,113.7	-35.7	-428	-96.3	186,398	-350.7	0.8	9.7	-0.2	117.1
2020	34,164.5	-2,568.8	-2,172.8	-23,498	-3,564.3	155,153	-8.1	1.2	-23.7	-13.6	149.0
2021E	43,674.5	2,315.5	837.5	9,009	-137.7	162,636	28.6	1.6	11.2	5.6	202.6
2022E	50,376.5	2,844.0	1,941.2	20,971	132.8	181,922	12.3	1.4	9.9	12.0	216.4
2023E	52,471.1	2,866.6	1,869.0	20,191	-3.7	200,438	12.8	1.3	9.8	10.4	208.5

표1 SK이노베이션 1Q21 Review

(십억원)	1Q21P	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	9,239.8	11,047.1	-16.4	7,677.6	20.3	9,902.5	-6.7	8,733.5	5.8
영업이익	502.5	-1,815.4	흑자전환	-243.5	흑자전환	378.2	32.9	290.3	73.1
순이익(지배주주)	-376.2	-1,558.0	적자지속	-239.3	적자지속	120.1	적자	175.0	적자

자료: 메리츠증권 리서치센터

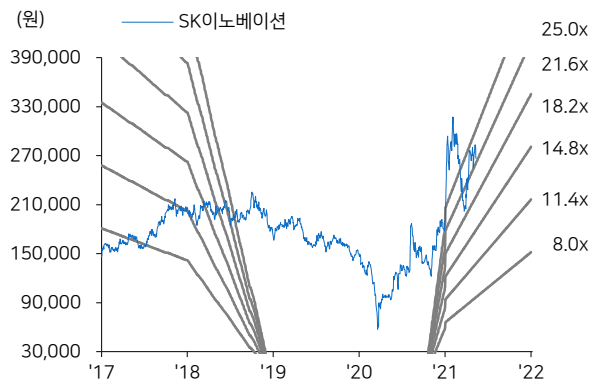
표2 SK이노베이션 이익 추정

(십억원)	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
매출액	9,239.8	11,172.2	11,517.3	11,745.2	12,664.5	13,044.6	12,266.8	12,400.6	43,674.5	50,376.5	52,471.1
석유	5,876.5	6,940.7	7,479.1	7,459.2	7,535.9	7,766.9	6,826.9	6,907.2	27,755.4	29,037.0	28,967.9
화학	2,062.2	2,344.6	2,136.5	2,259.4	2,599.0	2,652.3	2,671.1	2,613.5	8,802.6	10,535.9	10,700.9
루브리컨츠	636.2	743.0	733.9	716.6	715.9	708.6	707.4	705.6	2,829.7	2,837.6	2,848.4
소재	93.3	182.5	206.3	309.2	231.3	266.0	306.7	358.6	791.3	1,162.6	1,482.5
EV배터리	526.3	915.1	913.5	949.2	1,532.4	1,601.3	1,705.2	1,762.8	3,304.0	6,601.8	8,280.3
기타	24.7	46.4	48.1	51.7	49.9	49.4	49.5	52.8	170.9	201.6	191.2
영업이익	502.5	502.0	617.8	693.3	600.4	609.4	733.6	900.5	2,315.5	2,844.0	2,866.6
%OP	5.4%	4.5%	5.4%	5.9%	4.7%	4.7%	6.0%	7.3%	5.3%	5.7%	5.5%
석유	416.1	325.1	453.4	476.2	423.7	364.0	431.0	548.0	1,670.8	1,766.7	1,271.5
화학	118.3	107.7	71.6	71.3	50.4	64.1	77.2	102.6	368.9	294.4	350.3
루브리컨츠	137.1	101.7	93.7	84.8	77.8	77.0	76.9	76.7	417.2	308.4	309.6
소재	31.7	50.2	56.7	79.6	71.7	82.5	93.2	111.2	218.2	358.6	432.5
EV배터리	-176.7	-93.8	-69.2	-31.0	-35.2	9.9	43.5	49.3	-370.7	67.4	456.8
기타	11.3	11.1	11.5	12.4	12.0	11.9	11.9	12.7	46.4	48.4	45.9
세전이익	-527.6	427.1	539.8	598.6	517.9	525.0	648.6	800.1	1,037.6	2,491.5	2,443.8
순이익(지배주주)	-376.2	329.5	416.5	468.0	410.2	405.1	500.4	625.6	837.5	1,941.2	1,869.0
%YoY											
매출액	-16.3	55.2	36.8	59.1	37.1	16.8	6.5	5.6	27.8	15.3	4.2
영업이익	흑전	흑전	흑전	흑전	19.5	21.4	18.7	29.9	흑전	22.8	0.8
세전이익	적자지속	흑전	4309.5	흑전	흑전	22.9	20.2	33.7	흑전	140.1	-1.9
순이익(지배)	적자지속	흑전	흑전	흑전	흑전	22.9	20.1	33.7	흑전	131.8	-3.7
%QoQ											
매출액	20.3	20.9	3.1	2.0	7.8	3.0	-6.0	1.1			
영업이익	흑전	-0.1	23.1	12.2	-13.4	1.5	20.4	22.8			
세전이익	적자지속	흑전	26.4	10.9	-13.5	1.4	23.5	23.4			
순이익(지배)	적자지속	흑전	26.4	12.4	-12.4	-1.2	23.5	25.0			

자료: 메리츠증권 리서치센터

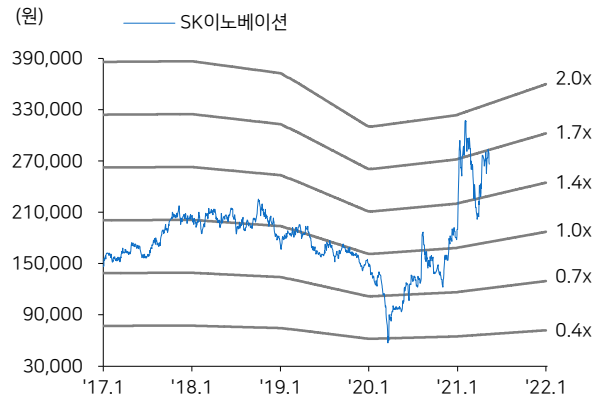
설명: SK아이이티테크놀로지는 당사 2차전지 담당 애널리스트의 추정치 반영

그림1 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



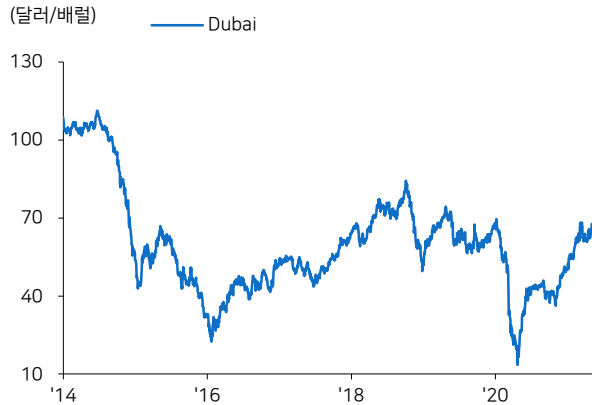
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



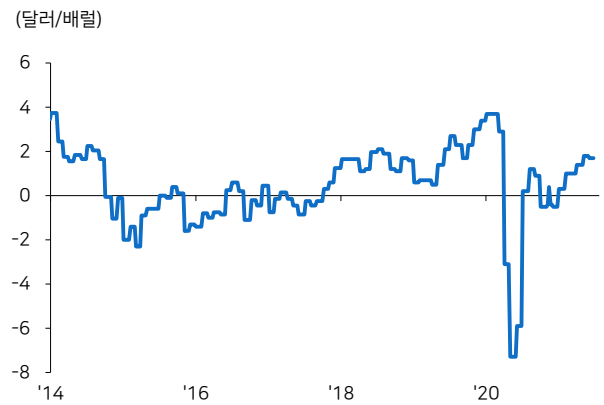
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 Dubai 유가 흐름



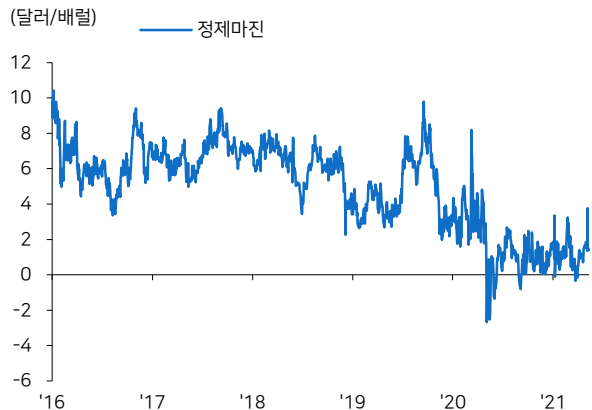
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 OSP 추이: 21.7월 기준 1.7달러/배럴



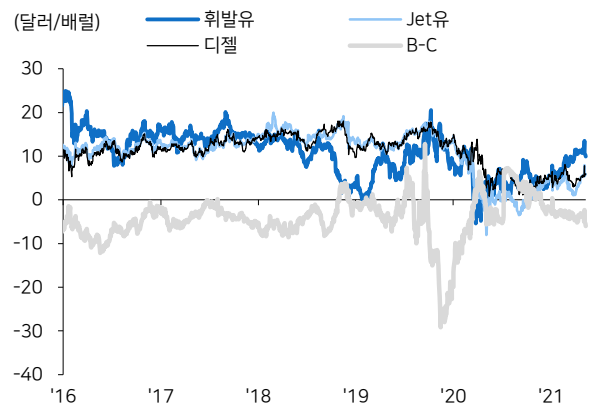
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 정제마진 추이



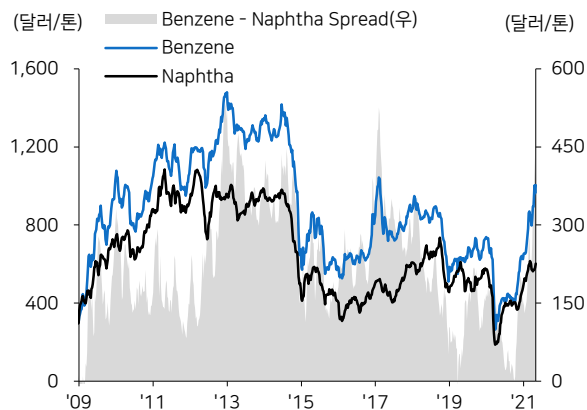
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 제품별 마진 흐름



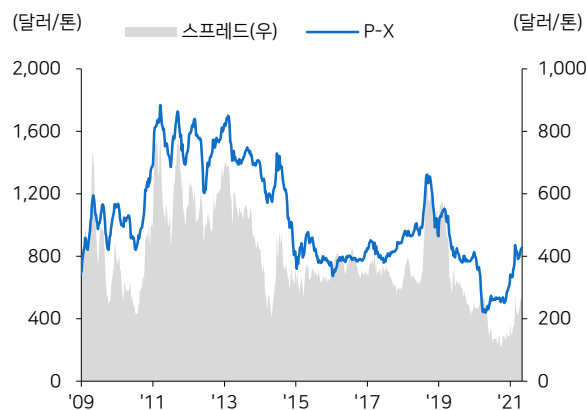
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 벤젠 스프레드 추이



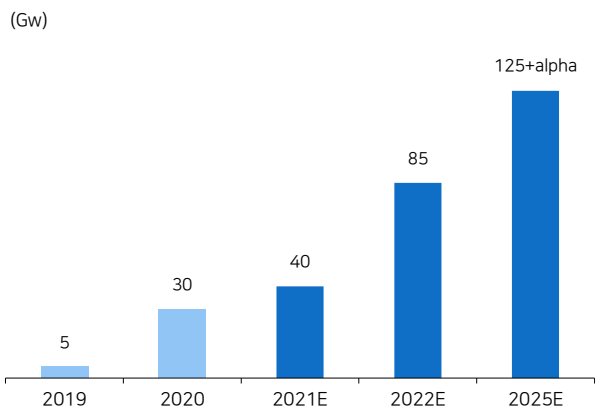
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 P-X 스프레드 추이



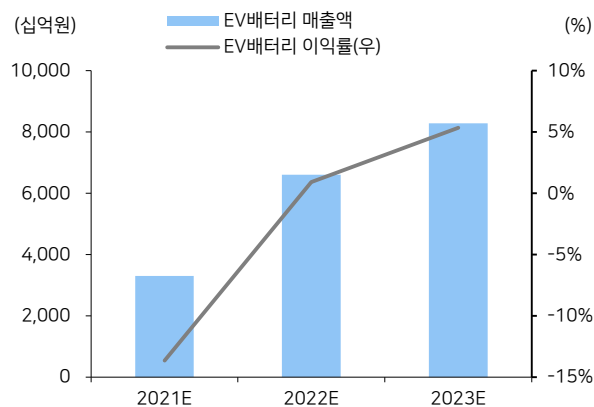
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 SK이노베이션의 EV배터리 생산 capa 가이드스



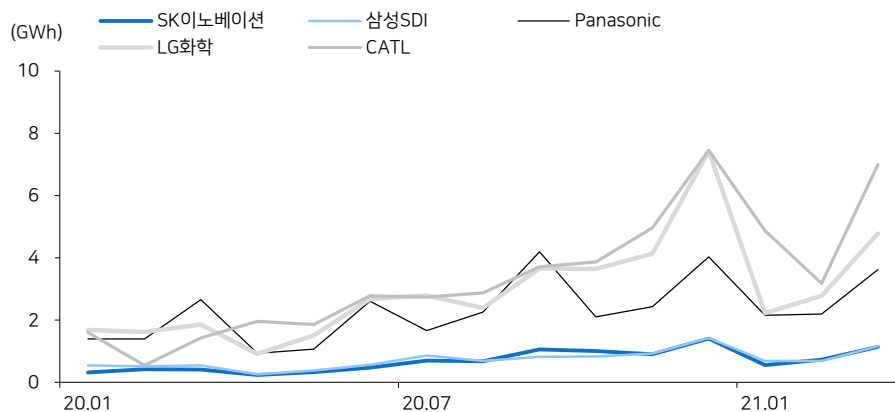
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 SK이노베이션의 EV배터리부문 실적 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 EV배터리 기업별 출하량: SK이노베이션 3월 출하량 +58% MoM, +259% YoY 증가



자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	49,306.9	34,164.5	43,674.5	50,376.5	52,471.1
매출액증가율 (%)	-9.1	-30.7	27.8	15.3	4.2
매출원가	46,343.9	34,643.0	39,899.3	45,844.7	47,846.5
매출총이익	2,963.0	-478.4	3,775.3	4,531.7	4,624.7
판매관리비	1,849.4	2,090.4	1,459.7	1,687.8	1,758.1
영업이익	1,113.7	-2,568.8	2,315.5	2,844.0	2,866.6
영업이익률	2.3	-7.5	5.3	5.6	5.5
금융손익	-551.1	-193.0	-434.2	-468.8	-539.1
중속/관계기업손익	54.2	-28.6	295.0	295.0	295.0
기타영업외손익	-116.2	-79.5	-160.0	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	500.5	-2,869.8	1,037.6	2,491.5	2,462.5
법인세비용	255.6	-628.1	226.0	604.5	627.0
당기순이익	65.8	-2,146.7	811.7	1,887.0	1,816.8
지배주주지분 순이익	-35.7	-2,172.8	837.5	1,941.2	1,869.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,825.8	2,850.8	1,913.8	3,248.5	3,422.1
당기순이익(손실)	65.8	-2,146.7	811.7	1,887.0	1,816.8
유형자산상각비	1,083.0	1,239.6	1,090.2	1,249.4	1,508.2
무형자산상각비	125.2	127.3	133.7	115.4	99.6
운전자본의 증감	535.3	4,272.1	-121.8	-3.2	-2.6
투자활동 현금흐름	-3,166.8	-4,128.7	-7,921.1	-5,261.0	-5,949.6
유형자산의증가(CAPEX)	-2,576.6	-3,763.1	-4,320.0	-4,720.0	-5,520.0
투자자산의감소(증가)	-832.4	-26.2	-2,369.5	-356.0	-282.7
재무활동 현금흐름	1,686.1	2,144.7	4,761.7	5,148.5	1,388.0
차입금의 증감	4,236.8	2,499.0	4,795.1	5,282.3	1,521.8
자본의 증가	0.0	176.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	370.4	744.7	-1,245.6	3,136.0	-1,139.6
기초현금	1,825.6	2,196.0	2,940.7	1,695.1	4,831.0
기말현금	2,196.0	2,940.7	1,695.1	4,831.0	3,691.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	17,353.6	13,295.1	18,167.7	22,222.9	21,813.3
현금및현금성자산	2,196.0	2,940.7	1,695.1	4,831.0	3,691.5
매출채권	4,138.3	2,506.2	3,987.1	4,209.6	4,386.3
재고자산	6,495.2	3,878.4	6,170.1	6,514.4	6,787.8
비유동자산	22,180.9	25,203.1	30,668.7	34,379.9	38,574.8
유형자산	15,417.5	17,878.2	21,108.0	24,578.6	28,590.4
무형자산	1,173.5	1,223.9	1,090.1	974.8	875.2
투자자산	4,313.7	4,311.4	6,680.9	7,036.9	7,319.6
자산총계	39,534.5	38,498.2	48,836.4	56,602.8	60,388.1
유동부채	10,457.2	11,014.8	17,869.5	21,359.8	21,708.0
매입채무	4,928.2	2,764.4	4,397.8	4,643.2	4,838.1
단기차입금	1,132.0	1,530.3	2,390.3	3,990.3	3,190.3
유동성장기부채	1,378.6	1,708.8	2,508.8	2,908.8	2,708.8
비유동부채	10,864.0	12,024.8	14,830.5	17,353.4	19,107.5
사채	7,176.5	7,971.0	8,691.0	9,571.0	9,991.0
장기차입금	1,667.2	2,659.4	4,459.4	6,059.4	7,359.4
부채총계	21,321.3	23,039.7	32,700.0	38,713.2	40,815.4
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,765.8	5,941.9	5,941.9	5,941.9	5,941.9
기타포괄이익누계액	194.9	-129.6	-129.6	-129.6	-129.6
이익잉여금	12,175.2	9,891.3	10,592.5	12,399.9	14,135.2
비지배주주지분	745.1	918.5	895.2	841.0	788.8
자본총계	18,213.2	15,458.5	16,136.4	17,889.6	19,572.6

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	533,247	369,484	472,333	544,813	567,467
EPS(지배주주)	-428	-23,498	9,009	20,971	20,191
CFPS	21,855	-10,858	32,429	46,909	49,785
EBITDAPS	25,111	-12,998	38,279	45,517	48,389
BPS	186,398	155,153	162,636	181,922	200,438
DPS	3,000	0	1,600	1,600	1,600
배당수익률(%)	2.0	0.0	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	-350.7	-8.1	28.6	12.3	12.8
PCR	6.9	-17.5	8.0	5.5	5.2
PSR	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	0.8	1.2	1.6	1.4	1.3
EBITDA	2,321.9	-1,201.8	3,539.5	4,208.7	4,474.4
EV/EBITDA	9.7	-23.7	11.2	9.9	9.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.2	-13.6	5.6	12.0	10.4
EBITDA 이익률	4.7	-3.5	8.1	8.4	8.5
부채비율	117.1	149.0	202.6	216.4	208.5
금융비용부담률	0.7	1.0	1.1	1.1	1.2
이자보상배율(x)	3.3	-7.3	4.8	5.3	4.7
매출채권회전율(x)	11.5	10.3	13.5	12.3	12.2
재고자산회전율(x)	7.8	6.6	8.7	7.9	7.9

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.04.25	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-32.8	-21.5	
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	-7.9	13.3	
2020.12.07	산업브리프	Buy	185,000	노우호	8.5	53.0	
2021.01.11	산업브리프	Buy	212,000	노우호	28.6	38.7	
2021.01.21	산업브리프	Buy	245,000	노우호	14.6	17.3	
2021.02.01	기업브리프	Buy	280,000	노우호	-9.5	13.4	
2021.04.12	산업브리프	Buy	320,000	노우호	-15.1	-11.4	
2021.05.14	기업브리프	Buy	365,000	노우호	-	-	