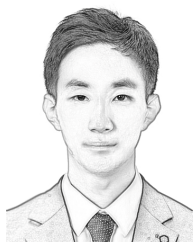


SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sksec.co.kr

02-3773-8477

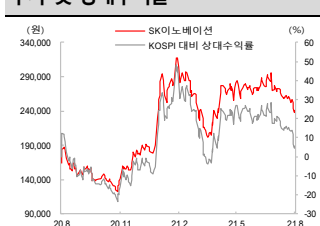
Company Data

자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	1,013 만주
액면가	5,000 원
시가총액	22,238 십억원
주요주주	
SK(외6)	33.41%
자사주	10.95%
외국인지분률	22.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/08/06)	240,500 원
KOSPI	3270.36 pt
52주 Beta	1.58
52주 최고가	317,500 원
52주 최저가	122,500 원
60일 평균 거래대금	222 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.2%	-12.3%
6개월	-20.9%	-24.5%
12개월	47.1%	5.4%

SK 이노베이션 (096770/KS | 매수(유지) | T.P 310,000 원(하향))

안고 가야할 분할의 양면

2Q 영업이익은 5,065억원을 기록해 컨센서스에 부합. 정유는 재고관련이익 감소로 QoQ 감익 됐으나 마진 개선세는 유지될 전망. 윤활기유는 타이트한 수급 지속될 전망. 배터리/SKIET는 양적 증대 진행 중. 그리고 물적분할 공사로 향후 배터리 성장은 빨라질 것. 다만, 배터리 지주사 할인이 가치 상승 분을 희석시킬 전망. Valuation은 SOTP 사용해 기업가치 32조원을 부여. 목표주가는 310,000 원, 투자 의견은 매수를 제시함

본업의 회복은 천천히

2분기 매출액과 영업이익은 각각 11.1조원, 5,065억원을 기록해 컨센서스에 부합했다. 정유 사업은 Dubai 유 기준 상승 폭(1Q \$60.2/bbl → 2Q \$66.98/bbl)의 둔화로 1분기 대비 재고관련이익은 감소하였다. 다만, 복합정제마진은 1Q \$2.46/bbl → 3Q 누적평균 \$3.64/bbl로 회복이 지속되고 있다. 윤활기유는 타이트한 수급에 2분기 강세를 시현했으며, 화학 또한 PX, 벤젠 중심으로 전분기 대비 개선되었다. 그리고 배터리사업 / SKIET도 아이오닉5 판매량 확대 및 Phase2 물량 확대에 양적 성장을 이루었다.

안고 가야할 분할의 양면

배터리와 E&P 사업의 물적분할이 공시되었고, 10/1을 예정일로 정했다. 따라서 배터리 사업의 자금 조달 및 투자가 예상되며 성장은 앞으로 더욱 빨라질 것으로 전망된다. 다만, IPO로 인한 지주사 할인이 배터리 가치 상승에 따른 기업가치 상승 분을 희석시킬 것으로 판단한다. 또한, 동사는 폐배터리 재활용 및 친환경 중심 신규투자가 기대되고 있는데 새로운 수익 원의 실현 시점이 추가적인 밸류 상향의 포인트가 될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 350,000 원 → 310,000 원 하향

정유 본업의 회복과 배터리 수익성 강화로 성장성은 유효하다. 다만, 유가 정세로 낮아진 정유 Multiple과 배터리 물적분할 및 IPO에 따른 가치 희석 우려를 반영해 목표주가를 하향했다. Valuation은 SOTP 사용해 EV 32조원 부여했다. 이전 EV(36조원) 대비 12% 줄어 들었으며 배터리 수익성 향상에도 지주할인(40%)으로 기여 분은 감소했다. 목표주가는 35만원에서 31만원으로 하향하고 투자의견은 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	54,217	49,307	34,165	45,237	48,941	50,055
yoy	%	17.5	-9.1	-30.7	32.4	8.2	2.3
영업이익	십억원	2,103	1,114	-2,569	1,903	2,438	2,290
yoy	%	-34.7	-47.1	적전	흑전	28.1	-6.1
EBITDA	십억원	3,030	2,322	-1,202	4,064	4,948	5,092
세전이익	십억원	2,387	501	-2,870	1,613	2,189	2,016
순이익(지배주주)	십억원	1,651	-36	-2,173	1,246	1,671	1,540
영업이익률%	%	3.9	2.3	-7.5	4.2	5.0	4.6
EBITDA%	%	5.6	4.7	-3.5	9.0	10.1	10.2
순이익률	%	3.1	0.1	-6.3	2.8	3.4	3.1
EPS(계속사업)	원	17,480	1,530	-24,199	13,082	17,618	16,218
PER	배	10.3	98.0	N/A	18.4	13.7	14.8
PBR	배	0.9	0.8	1.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	7.1	9.7	-23.8	8.9	7.4	7.3
ROE	%	9.1	-0.2	-13.6	8.2	9.8	8.2
순차입금	십억원	3,454	7,665	9,781	12,463	13,153	13,729
부채비율	%	87.0	117.1	149.0	169.9	163.4	155.3

1. Highlight View 3

(1) 정유 본업은 회복은 -ing

2분기 Dubai 유 기준 상승 폭(1Q \$60.2/bbl → 2Q \$66.98/bbl)의 둔화로 1분기 대비 재고관련이익은 감소하였다. 휘발유/디젤 등의 마진 개선에도 불구하고, 증유의 Dubai 유 대비 spread 부진(1Q -\$3.5/bbl → 2Q -\$5.8/bbl)이 부담이었다. 다만, 복합정제마진 기준 spread는 1Q \$2.46/bbl → 3Q 누적평균 \$3.64/bbl로 회복이 지속되고 있다. 점진적 회복으로 부각은 덜되었으나 편더멘탈한 회복은 유효하다.

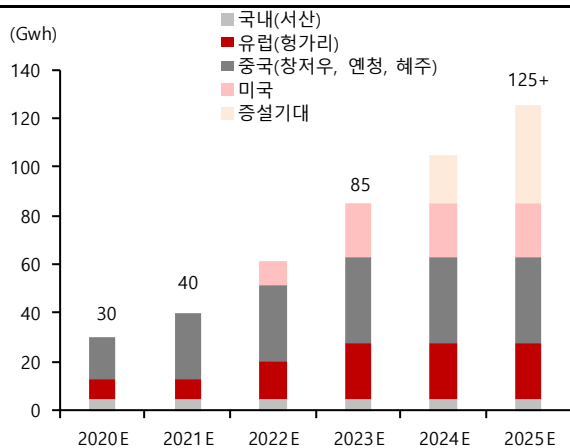
(2) 배터리 성장엔 이상 무

배터리 부문 이익률은 -15.5%을 기록해 수익성을 강화 중이다. 중국 옌청 공장의 조기 안정화가 긍정적으로 작용했다. 현재 동사의 수주잔고는 약 1,000Gwh 정도로 올해 말 약 40Gwh의 CAPA에서 2023년 85Gwh, 2025년 200Gwh 이상을 확보할 계획이다. 자체 CAPA 뿐만 아니라 JV 설립을 통해 글로벌 생산 거점이 늘어날 전망이다.

(3) 안고 가야 할 분할의 양면

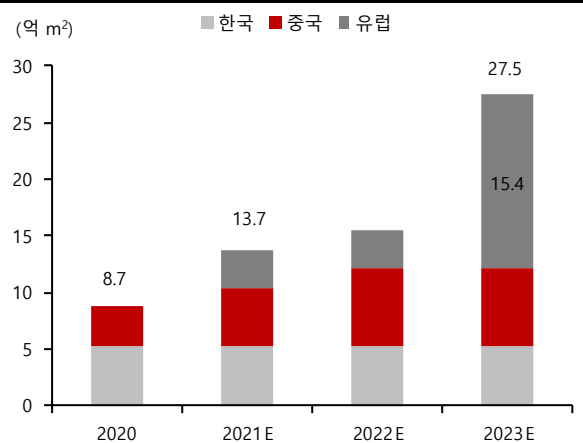
배터리와 E&P 사업의 물적분할이 공시되었고, 10/1을 예정일로 정했다. 따라서 향후 배터리 사업의 자금 조달 및 투자로 성장은 앞으로 더욱 빨라질 것으로 전망된다. 다만, IPO로 인한 지주사 할인에 대한 우려가 배터리 가치 상승에 따른 기업가치 제고를 희석시킬 것으로 판단한다. 그리고 동사는 폐배터리 재활용 및 친환경 중심 신규투자가 기대된다. 새로운 수익원의 실현 시점이 추가적인 밸류 상승의 포인트가 될 전망이다.

SK 이노베이션 배터리 증설



자료: SK 이노베이션, SK 증권

SKIET 분리막 증설



자료: SK 이노베이션, SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원 %)

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	8,419	7,499	9,240	11,196	12,161	44.4%	9.4%	34,164.5	45,237.1	48,941.3
영업이익	-28.9	-284.7	502.5	506.5	374.4	흑전	-26.0%	-2,568.8	1,903.1	2,438.0
영업이익률	-0.3%	-3.8%	5.4%	4.6%	3.1%	3.4%	-1.5%	-7.5%	4.2%	5.0%
세전이익	12.2	-312.9	-527.6	648.1	421.9	3346.2%	-34.9%	-2,869.8	1,612.7	2,188.8
세전이익률	0.1%	-4.2%	-5.7%	5.8%	3.5%	3.3%	-2.4%	-8.4%	3.6%	4.5%
지배순이익	-23.7	-239.3	-376.2	415.9	384.5	흑전	-7.5%	-2,172.8	1,246.2	1,671.2
지배주주순이익률	-0.3%	-3.2%	-4.1%	3.7%	3.2%	3.4%	-0.6%	-6.4%	2.8%	3.4%
사업부별 매출액										
정유	5,318	4,769	5,876	7,247	7,814	46.9%	7.8%	22,638	29,090	31,520
화학	1,782	1,619	2,062	2,344	2,438	36.8%	4.0%	7,054	9,277	7,226
윤활유	602	652	636	763	791	31.3%	3.7%	2,371	2,939	3,266
석유개발	16	14	25	20	23	42.3%	17.2%	243	90	90
배터리	486	497	526	630	967	99.0%	53.5%	1,610	3,273	5,937
소재/기타	215	-169	114	116	127	-40.8%	9.4%	248	568	902
사업부별 영업이익										
정유	39	-193	416	233	103	166.2%	-55.9%	-2,223	1,060	1,472
이익률	0.7%	-4.0%	7.1%	3.2%	1.3%	0.6%	-1.9%	-9.8%	3.6%	4.7%
화학	-53	-46	118	168	141	흑전	-15.9%	-121	514	333
이익률	-3.0%	-2.8%	5.7%	7.2%	5.8%	8.8%	-1.4%	-1.7%	5.5%	4.6%
윤활유	71	125	137	227	218	208.1%	-4.0%	262	753	645
이익률	11.7%	19.2%	21.5%	29.7%	27.5%	15.8%	-2.2%	11.1%	25.6%	19.7%
석유개발	-7	2	11	4	3	흑전	-3.3%	52	22	24
이익률	-41.1%	11.4%	45.7%	18.2%	15.0%	56.1%	-3.2%	21.4%	24.6%	27.0%
배터리	-99	-109	-177	-98	-87	적지	적지	-426	-431	-119
이익률	-20.4%	-21.9%	-33.6%	-15.5%	-9.0%	11.4%	6.5%	-26.5%	-13.2%	-2.0%
소재/기타	21	-104	-3	-27	-3	적전	적지	-113	-16	83

자료: SK 이노베이션, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위 : 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	43,560.3	49,160.8	45,237.1	48,941.3	3.8%	-0.4%
영업이익	1,832.0	2,326.6	1,903.1	2,438.0	3.9%	4.8%
영업이익률	4.2%	4.7%	4.2%	5.0%	0.0%	0.3%
세전이익	1,518.2	1,972.3	1,612.7	2,188.8	6.2%	11.0%
세전이익률	3.5%	4.0%	3.6%	4.5%	0.1%	0.5%
지배순이익	1,219.8	1,564.0	1,246.2	1,671.2	2.2%	6.9%
지배주주순이익률	2.8%	3.2%	2.8%	3.4%	0.0%	0.2%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

SOTP Valuation

(단위: 십억원)

사업부	12M Fwd EBITDA	Target EV/EBITDA	Fair Value	비고
정유	1,817	5.5	9,966	국내외 정유사
화학	1,003	3.2	3,209	국내 주요 정유/화학사
윤활유	833	5.5	4,569	국내외 정유사
E&P	61	5.5	332	국내외 정유사
배터리	543	27	8,859	국내외 동종업계 평균 (CATL, SDI, 파나소닉 컨센) * 국내기업에 가중치 2 배 * 40% 할인
소재			5,563	SKIET 시총 * 지분율(61.2%) * 40% 할인 <2021-8-6 기준>
추정 Enterprise Value(A)			32,498	
순부채(B)			9,935	1Q21
우선주 시가총액(C)			200	2021-8-6 기준
관계주식(D)			3,173	1Q21
보통주 유통 주식수(천주)(E)			82,335	
추정 금액(원) [(A-B-C+D)/E]			310,153	
Target price(원)			310,000	
현 주가(원)			240,500	2021-8-6 기준
Upside(%)			29%	

자료: SK 증권 추정

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.08.07	매수	310,000원	6개월		
2021.04.30	매수	350,000원	6개월	-22.79%	-15.57%
2021.04.26	담당자 변경				
2020.09.28	매수	160,000원	6개월	35.14%	98.44%
2020.03.30	매수	110,000원	6개월	15.86%	70.00%
2019.10.07	매수	190,000원	6개월	-27.85%	-11.05%



Compliance Notice

- 작성자(박한샘)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 8월 7일 현재 SK 이노베이션(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 8월 7일 기준)

매수	90.48%	중립	9.52%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	17,354	13,295	16,209	17,535	18,004
현금및현금성자산	2,196	2,941	3,445	3,955	4,178
매출채권및기타채권	4,888	2,920	3,866	4,183	4,278
재고자산	6,495	3,878	5,135	5,556	5,682
비유동자산	22,181	25,203	29,502	32,152	34,404
장기금융자산	819	446	473	473	473
유형자산	15,418	17,878	20,321	22,431	24,248
무형자산	1,173	1,224	1,289	1,283	1,278
자산총계	39,535	38,498	45,711	49,686	52,408
유동부채	10,457	11,015	14,105	14,942	15,193
단기금융부채	2,525	3,265	3,855	3,855	3,855
매입채무 및 기타채무	5,458	4,780	6,329	6,847	7,003
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	10,864	12,025	14,666	15,884	16,690
장기금융부채	9,782	11,541	14,111	15,311	16,111
장기매입채무 및 기타채무	6	12	12	12	12
장기충당부채	144	146	196	209	212
부채총계	21,321	23,040	28,771	30,826	31,883
지배주주지분	17,468	14,540	16,027	17,940	19,596
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,942	5,942	5,942	5,942
기타자본구성요소	-1,136	-1,632	-1,632	-1,632	-1,632
자기주식	-1,138	-1,634	-1,634	-1,634	-1,634
이익잉여금	12,175	9,891	11,135	12,807	14,221
비지배주주지분	745	918	912	921	929
자본총계	18,213	15,458	16,939	18,861	20,525
부채외자본총계	39,535	38,498	45,711	49,686	52,408

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	2,027	3,078	2,803	4,326	4,590
당기순이익(손실)	66	-2,147	1,254	1,679	1,548
비현금성항목등	1,955	1,143	1,941	3,288	3,564
유형자산감가상각비	1,083	1,240	2,050	2,390	2,683
무형자산감가상각비	125	127	111	119	119
기타	234	-444	-987	-60	-60
운전자본감소(증가)	535	4,272	26	-112	-34
매출채권및기타채권의 감소(증가)	294	1,817	-859	-317	-95
재고자산감소(증가)	-67	2,635	-1,216	-421	-126
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	236	-2,679	1,062	518	156
기타	73	2,500	1,039	107	32
법인세납부	-529	-190	-418	-530	-488
투자활동현금흐름	-3,017	-3,982	-4,544	-4,548	-4,541
금융자산감소(증가)	12	370	24	0	0
유형자산감소(증가)	-2,497	-3,757	-4,500	-4,500	-4,500
무형자산감소(증가)	-167	-114	-114	-114	-114
기타	-365	-481	45	66	72
재무활동현금흐름	1,335	1,771	2,175	731	175
단기금융부채증가(감소)	977	418	165	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,915	2,020	2,802	1,200	800
자본의증가(감소)	0	-496	0	0	0
배당금의 지급	-1,004	-149	-6	0	-125
기타	-553	-22	-785	-469	-500
현금의 증가(감소)	370	745	504	510	224
기초현금	1,826	2,196	2,941	3,445	3,955
기말현금	2,196	2,941	3,445	3,955	4,178
FCF	-1,310	-160	-1,479	-368	-110

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	49,307	34,165	45,237	48,941	50,055
매출원가	46,344	34,643	40,469	43,366	44,397
매출총이익	2,963	-478	4,768	5,575	5,659
매출총이익률 (%)	6.0	-1.4	10.5	11.4	11.3
판매비와관리비	1,849	2,090	2,865	3,137	3,369
영업이익	1,114	-2,569	1,903	2,438	2,290
영업이익률 (%)	2.3	-7.5	4.2	5.0	4.6
비영업손익	-613	-301	-290	-249	-274
순금융비용	243	296	326	403	428
외환관련손익	-111	52	10	10	10
관계기업투자등 관련손익	54	-29	64	83	83
세전계속사업이익	501	-2,870	1,613	2,189	2,016
세전계속사업이익률 (%)	1.0	-8.4	3.6	4.5	4.0
계속사업법인세	256	-628	379	530	488
계속사업이익	245	-2,242	1,234	1,659	1,528
중단사업이익	-179	95	20	20	20
*법인세효과	55	-252	44	0	0
당기순이익	66	-2,147	1,254	1,679	1,548
순이익률 (%)	0.1	-6.3	2.8	3.4	3.1
지배주주	-36	-2,173	1,246	1,671	1,540
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.07	-6.36	2.75	3.41	3.08
비지배주주	102	26	8	8	8
총포괄이익	151	-2,457	1,496	1,921	1,790
지배주주	50	-2,485	1,487	1,912	1,781
비지배주주	100	28	9	9	9
EBITDA	2,322	-1,202	4,064	4,948	5,092

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-9.1	-30.7	32.4	8.2	2.3
영업이익	-47.1	적전	흑전	28.1	-6.1
세전계속사업이익	-79.0	적전	흑전	35.7	-7.9
EBITDA	-23.4	적전	흑전	21.7	2.9
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	34.7	-8.0
수익성 (%)					
ROE	-0.2	-13.6	8.2	9.8	8.2
ROA	0.2	-5.5	3.0	3.5	3.0
EBITDA마진	4.7	-3.5	9.0	10.1	10.2
안정성 (%)					
유동비율	166.0	120.7	114.9	117.4	118.5
부채비율	117.1	149.0	169.9	163.4	155.3
순차입금/자기자본	42.1	63.3	73.6	69.7	66.9
EBITDA/이자비용(배)	6.8	-3.4	10.5	10.6	10.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,530	-24,199	13,082	17,618	16,218
BPS	186,398	155,153	171,025	191,433	209,101
CFPS	12,512	-8,599	36,359	44,613	46,328
주당 현금배당금	3,000	0	0	1,500	3,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	127.8	N/A	24.3	18.0	19.6
PER(최저)	92.5	N/A	15.4	11.5	12.5
PBR(최고)	1.1	1.2	1.9	1.7	1.5
PBR(최저)	0.8	0.4	1.2	1.1	1.0
PCR	12.0	-22.1	6.6	5.4	5.2
EV/EBITDA(최고)	11.5	-23.9	10.6	8.9	8.7
EV/EBITDA(최저)	9.4	-13.5	8.0	6.7	6.6