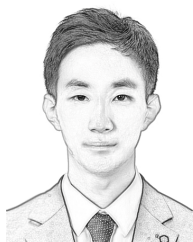


SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sk.com

02-3773-8477

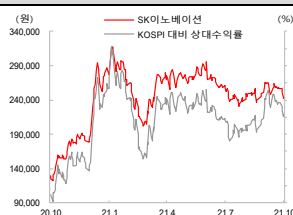
Company Data

자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	1,013 만주
액면가	5,000 원
시가총액	22,423 십억원
주요주주	
SK(외6)	33.41%
자사주	10.95%
외국인지분률	24.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/10/29)	242,500 원
KOSPI	2970.68 pt
52주 Beta	1.32
52주 최고가	317,500 원
52주 최저가	122,500 원
60일 평균 거래대금	131 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.7%	-5.9%
6개월	-11.8%	-5.8%
12개월	87.3%	46.7%

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

정유의 강세, 커지는 배터리

3Q 영업이익은 6,185 억원을 기록해 컨센서스를 상회. 정유는 정제마진 개선으로 이익을 전분기 대비 개선. 윤활기유 또한 타이트한 수급에 QoQ 추가 강세. 정유 본업은 등경유의 마진 회복에 펀더멘털 우호적. 배터리는 중국 공장 가동률 상승으로 매출 개선, 수주 금액도 약 220 조원으로 상향. Valuation 은 SOTP 사용해 기업가치 34 조원을 부여. 목표주가는 310,000 원, 투자의견은 매수를 유지함

정유 본업의 강세

3분기 매출액과 영업이익은 각각 12.3 조원, 6,185 억원을 기록해 컨센서스(4,520 억원)를 상회했다. 정유와 윤활유 사업부의 강세가 실적을 견인했다. 3분기 정유 이익률은 3.7%로 전분기(3.2%) 대비 개선되었다. 복합정제마진은 6월 말 \$2~3/bbl 에서 9월 말 \$5~6/bbl, 최근 \$8/bbl 수준까지 올라왔다. 앞으로도 높은 기술린 + 등/경유 중심의 상승이 기대된다. 또한, 우 상향의 유가 추이가 재고관련손익 측면에서 우호적으로 작용 중이다. 동시에 윤활기유의 타이트한 수급 상황으로 3Q OPM 36%를 기록했고, 점차 완화는 가능하나 단기적으로 높은 마진이 예상된다.

배터리 불어나는 크기

3분기 SK 온(배터리) 매출은 8,168 억원을 기록해 지난 분기 대비 +30% 상승을 이루었다. 중국의 해주와 연청 공장의 가동률 상승이 매출 상향에 긍정적으로 작용했다. 그리고 이익률은 -12%를 기록해 지난 분기(-16%) 대비 마진을 개선시켰다. 또한 수주금액은 220 조원을 제시해 지난 발표(130 조원) 대비 가파른 상승이 발생 중이다. '25년 CAPA 가이던스는 200+Gwh → 220 +Gwh 로 상승해 몸집은 커지는 추이다.

투자 의견 매수, 목표주가 310,000 원 유지

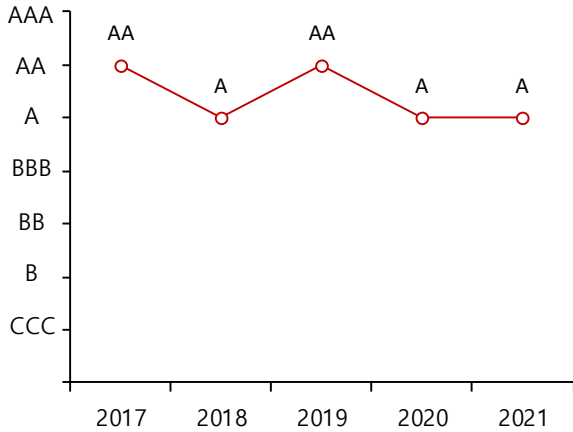
정유 본업의 상승과 배터리 확대의 성장추세가 유효하다. 물적 분할로 할인을 반영하여도 성장하는 SK 온의 가치가 매력적이다. Valuation 은 SOTP 를 적용, 목표주가는 기존 31 만원을 유지하고, 투자의견은 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	54,217	49,307	34,165	46,724	48,981	50,523
yoy	%	17.5	-9.1	-30.7	36.8	4.8	3.2
영업이익	십억원	2,103	1,114	-2,569	2,431	2,275	2,209
yoy	%	-34.7	-47.1	적전	흑전	-6.4	-2.9
EBITDA	십억원	3,030	2,322	-1,202	4,585	4,738	5,011
세전이익	십억원	2,387	501	-2,870	1,718	2,099	2,005
순이익(지배주주)	십억원	1,651	-36	-2,173	919	1,421	1,350
영업이익률%	%	3.9	2.3	-7.5	5.2	4.7	4.4
EBITDA%	%	5.6	4.7	-3.5	9.8	9.7	9.9
순이익률	%	3.1	0.1	-6.3	2.4	3.3	3.1
EPS(계속사업)	원	17,480	1,530	-24,199	9,481	14,840	14,087
PER	배	10.3	98.0	N/A	25.6	16.3	17.2
PBR	배	0.9	0.8	1.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	7.1	9.7	-23.8	7.5	7.5	7.3
ROE	%	9.1	-0.2	-13.6	5.8	8.0	7.0
순차입금	십억원	3,454	7,665	9,781	9,879	10,676	11,606
부채비율	%	87.0	117.1	149.0	154.9	149.0	142.9

ESG 하이라이트

SK 이노베이션의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
SK 이노베이션 종합 등급	A	A-	58.3
환경(Environment)	38.4	A-	54.3
사회(Social)	55.3	A-	63.2
지배구조(Governance)	57.0	A	62.5
<비교업체 종합 등급>			
S-에	A	A-	64.0
GS	B	B	20.7

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 SK 이노베이션 ESG 평가

동사는 2050년 net-zero를 목표로 환경 측면을 강화 중. SK 종합화학의 SK 지오센트릭 사명 전환도 일한. 정유 본업의 환경 측면 우려에도 비즈니스 모델 전환의 모색이 긍정적

또한, '23년 사외이사(75%)을 제시하면 거버넌스 측면을 강화 중. 동시에 이사회는 ESG 위원회를 신설, ESG 리포트를 발행해 ESG 역량 확보한다는 점에서 긍정적.

자료: SK 증권

SK 이노베이션의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

SK 이노베이션의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.09.15	지배구조 (Governance)	국민연금, SK 이노 배터리 사업 분사에 반대표 결정
2021.03.28	사회 (Social)	SK 이노베이션, ITC 수입 금지에 미국 배터리 공장 포기 언급
2021.03.26	사회 (Social)	SK 이노베이션 "LG 요구 수용 불가"..배터리 분쟁 공방전
2021.03.05	사회 (Social)	SK 이노베이션 "ITC 결정 유감, 美대통령 거부권 행사 강력 요청"
2021.02.25	사회 (Social)	경찰, 배터리 기술유출 의혹 SK 이노베이션 압수수색
2021.02.13	사회 (Social)	일자리 급한 조지아 주지사, LG SK 배터리 소송 거부권 요청

자료: 주요 언론사, SK 증권

1. Highlight View 3

(1) 웃는 정유 본업

3분기 정유 이익률은 3.7%로 전분기 대비 개선되었다. 복합정제마진은 휘발유에 더해 이제는 등/경유 모두 반등하면서 탄력을 받고 있다. 복합정제마진은 6 월 말 \$2~3/bbl 에서 9 월 말 \$5~6/bbl, 최근 \$8/bbl 수준까지 올라왔다. 앞으로도 높은 가솔린 + 등/경유 중심의 상승이 기대된다. 등/경유-Dubai 유 spread 는 이제 '19 년도 평균 수치이다. 타이트한 공급 현황 + 높아진 유가를 감안하면 남은 하반기 상승 기회는 여전하다. 또한, 우 상향의 유가 추이가 재고관련손익 측면에서 우호적으로 작용 중이다.

(2) 불어나는 배터리

3분기 배터리 사업부 매출은 8,168 억원을 기록해 지난 분기 대비 대폭의 상승을 이루었다. 중국의 해주와 연청 공장의 가동률 상승이 매출 상향에 긍정적으로 작용했다. 그리고 이익률은 -12%를 기록해 지난 분기(-16%) 대비 마진을 개선시켰다. 또한 수주 금액은 220 조원을 제시해 지난 발표(130 조원) 대비 가파른 상승이 발생 중이다. 수익성 개선의 시점 차이는 있지만 몸집불리기는 빠르게 진행되는 모습이다.

(3) 준비하는 카본 to zero 시대

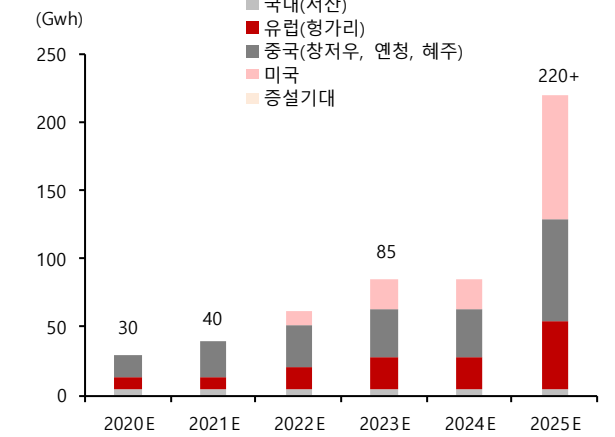
SK 종합화학은 SK 지오센트릭으로 사명을 변경한 이후 도시 유전이라는 컨셉 아래 재활용 플라스틱 분야를 추진 중이다. '25년 90 만톤이라는 CAPA 목표를 갖고 있다. 기존 Virgin 대비 갖는 가격 프리미엄 효과와 탄소 저감 효과의 인정이 기대할 포인트다.

복합정제마진 추이



자료: Petronet, SK 증권

SK 이노베이션 배터리 증설



자료: SK 이노베이션, SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위: 십억원 %)

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	7,499	9,240	11,120	12,329	14,035	87.2%	13.8%	34,164.5	46,723.7	48,981.0
영업이익	-284.7	502.5	506.3	618.5	803.1	흑전	29.8%	-2,568.8	2,430.5	2,275.3
영업이익률	-3.8%	5.4%	4.6%	5.0%	5.7%	9.5%	0.7%	-7.5%	5.2%	4.6%
세전이익	-297.1	-527.6	648.1	703.6	893.9	흑전	27.1%	-2,869.8	1,718.0	2,097.7
세전이익률	-4.0%	-5.7%	5.8%	5.7%	6.4%	10.3%	0.7%	-8.4%	3.7%	4.3%
지배순이익	-239.3	-376.2	186.8	425.5	682.5	흑전	60.4%	-2,172.8	918.6	1,420.8
지배주주순이익률	-3.2%	-4.1%	1.7%	3.5%	4.9%	8.1%	1.4%	-6.4%	2.0%	2.9%
사업부별 매출액										
정유	4,769	5,876	7,247	7,876	9,171	92.3%	16.4%	22,638	30,171	31,242
화학	1,619	2,062	2,344	2,563	2,622	61.9%	2.3%	7,054	9,591	7,609
윤활유	652	636	763	912	963	47.7%	5.6%	2,371	3,274	3,484
석유개발	14	25	20	29	29	107.4%	1.5%	243	102	93
배터리	497	526	630	817	1,112	123.5%	36.1%	1,610	3,085	5,937
소재/기타	-169	114	116	133	138	흑전	4.2%	248	501	615
사업부별 영업이익										
정유	-193	416	233	291	482	흑전	65.9%	-2,223	1,422	1,276
이익률	-4.0%	7.1%	3.2%	3.7%	5.3%	9.3%	1.6%	-9.8%	4.7%	4.1%
화학	-46	118	168	84	81	흑전	-4.3%	-121	451	344
이익률	-2.8%	5.7%	7.2%	3.3%	3.1%	5.9%	-0.2%	-1.7%	4.7%	4.5%
윤활유	125	137	227	329	289	130.6%	-12.3%	262	982	688
이익률	19.2%	21.5%	29.7%	36.1%	30.0%	10.8%	-6.1%	11.1%	30.0%	19.7%
석유개발	2	11	4	4	5	209.2%	15.0%	52	24	25
이익률	11.4%	45.7%	18.2%	15.0%	17.0%	5.6%	2.0%	21.4%	23.6%	27.0%
배터리	-109	-177	-98	-99	-67	적지	적지	-426	-440	-119
이익률	-21.9%	-33.6%	-15.5%	-12.1%	-6.0%	15.9%	6.1%	-26.5%	-14.3%	-2.0%
소재/기타	-104	-3	-27	9	13	흑전	51.8%	-113	-9	61

자료: SK 이노베이션, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위: 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	45,237.1	48,941.3	46,723.7	48,981.0	3.3%	0.1%
영업이익	1,903.1	2,438.0	2,430.5	2,275.3	27.7%	-6.7%
영업이익률	4.2%	5.0%	5.2%	4.6%	1.0%	-0.3%
세전이익	1,612.7	2,188.8	1,718.0	2,097.7	6.5%	-4.2%
세전이익률	3.6%	4.5%	3.7%	4.3%	0.1%	-0.2%
지배순이익	1,246.2	1,617.2	918.6	1,420.8	-26.3%	-12.1%
지배주주순이익률	2.8%	3.3%	2.0%	2.9%	-0.8%	-0.4%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

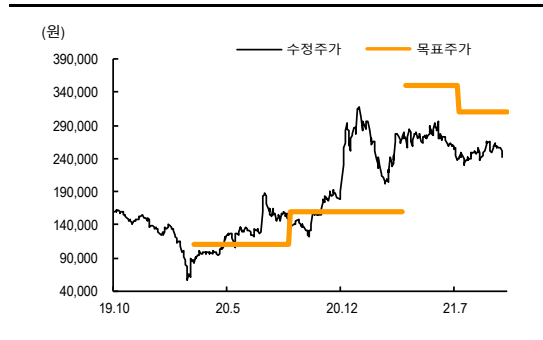
SOTP Valuation

(단위: 십억원)

사업부	12M Fwd EBITDA	Target EV/EBITDA	Fair Value	비고
정유	2,118	5.5	11,615	국내외 정유사
화학	833	3.2	2,664	국내 주요 정유/화학사
윤활유	862	5.5	4,726	국내외 정유사
E&P	65	5.5	355	국내외 정유사
배터리	625	27	10,288	국내외 동종업계 평균 (CATL, SDI, 파나소닉 컨센) * 국내기업에 가중치 2 배 * 40% 할인
소재			4,359	SKIET 시총 * 지분율(61.2%) * 40% 할인 <2021-10-29 기준>
추정 Enterprise Value(A)			34,008	
순부채(B)			9,063	2Q21
우선주 시가총액(C)			189	2021-10-29 기준
관계주식(D)			1,194	2Q21
보통주 유통 주식수(천주)(E)			82,335	
추정 금액(원) [(A-B-C+D)/E]			315,185	
Target price(원)			310,000	
현 주가(원)			242,500	2021-10-29 기준
Upside(%)			28%	

자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.10.31	매수	310,000원	6개월		
2021.08.09	매수	310,000원	6개월	-19.55%	-14.35%
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%



Compliance Notice

- 작성자(박한샘)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 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 10월 3일 현재 SK 이노베이션(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 10월 31일 기준)

매수	89.39%	중립	10.61%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	17,354	13,295	19,010	19,909	20,119
현금및현금성자산	2,196	2,941	3,845	4,247	4,117
매출채권및기타채권	4,888	2,920	3,993	4,186	4,318
재고자산	6,495	3,878	5,304	5,560	5,735
비유동자산	22,181	25,203	28,745	31,460	34,104
장기금융자산	819	446	500	500	500
유형자산	15,418	17,878	19,677	21,834	23,950
무형자산	1,173	1,224	1,317	1,311	1,306
자산총계	39,535	38,498	47,755	51,369	54,222
유동부채	10,457	11,015	13,316	13,825	14,174
단기금융부채	2,525	3,265	2,730	2,730	2,730
매입채무 및 기타채무	5,458	4,780	6,537	6,852	7,068
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	10,864	12,025	15,703	16,915	17,723
장기금융부채	9,782	11,541	15,125	16,325	17,125
장기매입채무 및 기타채무	6	12	12	12	12
장기충당부채	144	146	212	220	226
부채총계	21,321	23,040	29,019	30,740	31,896
지배주주지분	17,468	14,540	16,932	18,617	20,107
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,942	7,149	7,149	7,149
기타자본구성요소	-1,136	-1,632	-1,631	-1,631	-1,631
자기주식	-1,138	-1,634	-1,634	-1,634	-1,634
이익잉여금	12,175	9,891	10,811	12,232	13,457
비지배주주지분	745	918	1,805	2,012	2,220
자본총계	18,213	15,458	18,736	20,629	22,326
부채외자본총계	39,535	38,498	47,755	51,369	54,222

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	2,027	3,078	2,696	4,186	4,506
당기순이익(손실)	66	-2,147	1,119	1,621	1,550
비현금성항목등	1,955	1,143	2,643	3,147	3,491
유형자산감가상각비	1,083	1,240	2,050	2,343	2,684
무형자산감가상각비	125	127	105	119	119
기타	234	-444	-24	-100	-100
운전자본감소(증가)	535	4,272	-239	-74	-50
매출채권및기타채권의 감소(증가)	294	1,817	-1,001	-193	-132
재고자산감소(증가)	-67	2,635	-1,408	-256	-175
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	236	-2,679	1,168	316	216
기타	73	2,500	1,003	60	41
법인세납부	-529	-190	-827	-508	-485
투자활동현금흐름	-3,017	-3,982	-6,023	-4,518	-4,813
금융자산감소(증가)	12	370	-2,100	0	0
유형자산감소(증가)	-2,497	-3,757	-4,496	-4,500	-4,800
무형자산감소(증가)	-167	-114	-114	-114	-114
기타	-365	-481	688	96	101
재무활동현금흐름	1,335	1,771	4,197	734	178
단기금융부채증가(감소)	977	418	-800	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,915	2,020	3,684	1,200	800
자본의증가(감소)	0	-496	0	0	0
배당금의 지급	-1,004	-149	-13	0	-125
기타	-553	-22	1,325	-466	-497
현금의 증가(감소)	370	745	904	403	-130
기초현금	1,826	2,196	2,941	3,845	4,247
기말현금	2,196	2,941	3,845	4,247	4,117
FCF	-1,310	-160	-1,242	-500	-487

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	49,307	34,165	46,724	48,981	50,523
매출원가	46,344	34,643	41,552	43,566	45,076
매출총이익	2,963	-478	5,172	5,415	5,447
매출총이익률 (%)	6.0	-1.4	11.1	11.1	10.8
판매비외관리비	1,849	2,090	2,741	3,140	3,239
영업이익	1,114	-2,569	2,431	2,275	2,209
영업이익률 (%)	2.3	-7.5	5.2	4.7	4.4
비영업손익	-613	-301	-713	-177	-203
순금융비용	243	296	326	370	396
외환관련손익	-111	52	10	10	10
관계기업투자등 관련손익	54	-29	449	83	83
세전계속사업이익	501	-2,870	1,718	2,099	2,005
세전계속사업이익률 (%)	1.0	-8.4	3.7	4.3	4.0
계속사업법인세	256	-628	629	508	485
계속사업이익	245	-2,242	1,089	1,591	1,520
중단사업이익	-179	95	30	30	30
*법인세효과	55	-252	44	0	0
당기순이익	66	-2,147	1,119	1,621	1,550
순이익률 (%)	0.1	-6.3	2.4	3.3	3.1
지배주주	-36	-2,173	919	1,421	1,350
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.07	-6.36	1.97	2.9	2.67
비지배주주	102	26	200	200	200
총포괄이익	151	-2,457	1,391	1,893	1,822
지배주주	50	-2,485	1,183	1,685	1,615
비지배주주	100	28	208	208	208
EBITDA	2,322	-1,202	4,585	4,738	5,011

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-9.1	-30.7	36.8	4.8	3.2
영업이익	-47.1	적전	흑전	-6.4	-2.9
세전계속사업이익	-79.0	적전	흑전	22.2	-4.4
EBITDA	-23.4	적전	흑전	3.3	5.8
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	56.5	-5.1
수익성 (%)					
ROE	-0.2	-13.6	5.8	8.0	7.0
ROA	0.2	-5.5	2.6	3.3	2.9
EBITDA마진	4.7	-3.5	9.8	9.7	9.9
안정성 (%)					
유동비율	166.0	120.7	142.8	144.0	141.9
부채비율	117.1	149.0	154.9	149.0	142.9
순차입금/자기자본	42.1	63.3	52.7	51.8	52.0
EBITDA/이자비용(배)	6.8	-3.4	11.9	10.2	10.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,530	-24,199	9,481	14,840	14,087
BPS	186,398	155,153	180,674	198,659	214,552
CFPS	12,512	-8,599	32,791	41,435	44,313
주당 현금배당금	3,000	0	0	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	127.8	N/A	33.5	21.4	22.5
PER(최저)	92.5	N/A	21.3	13.6	14.3
PBR(최고)	1.1	1.2	1.8	1.6	1.5
PBR(최저)	0.8	0.4	1.1	1.0	0.9
PCR	12.0	-22.1	7.4	5.9	5.5
EV/EBITDA(최고)	11.5	-23.9	9.0	9.0	8.7
EV/EBITDA(최저)	9.4	-13.5	6.7	6.7	6.6