

SK 이노베이션 (096770)

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|---------------|
| 목표주가(12M) | 400,000 원(유지) |
| 증가(2021/11/09) | 232,500 원 |
| 상승여력 | 72.0 % |

| Stock Indicator | |
|-----------------|-------------------|
| 자본금 | 469십억원 |
| 발행주식수 | 9,247만주 |
| 시가총액 | 21,498십억원 |
| 외국인지분율 | 24.8% |
| 52주 주가 | 154,000~317,500 원 |
| 60일평균거래량 | 471,472 주 |
| 60일평균거래대금 | 117.4십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|------|-------|------|
| 절대수익률 | -6.2 | -3.3 | -18.0 | 48.1 |
| 상대수익률 | -6.5 | 5.8 | -10.6 | 27.0 |



| FY | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 34,165 | 46,550 | 58,198 | 60,935 |
| 영업이익(십억원) | -2,569 | 2,490 | 3,081 | 2,964 |
| 순이익(십억원) | -2,173 | 4,420 | 2,222 | 2,143 |
| EPS(원) | -23,185 | 47,162 | 23,708 | 22,863 |
| BPS(원) | 155,153 | 193,650 | 208,693 | 222,892 |
| PER(배) | | 4.9 | 9.8 | 10.2 |
| PBR(배) | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| ROE(%) | -13.6 | 27.0 | 11.8 | 10.6 |
| 배당수익률(%) | | 4.5 | 4.5 | 4.5 |
| EV/EBITDA(배) | - | 7.8 | 7.4 | 7.5 |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학] 전유진
(2122-9193) yujinjn@hi-ib.com

이래저래 다 좋아지는 구간

2022년 본격적으로 좋아지는 정유 시장

2022년 정유업황은 휘발유 홀로 견인했던 2015년 호시황을 훌쩍 넘어설 전망이다. 연말 백신접종 확대로 산업활동의 완전한 정상화와 항공용 수요 회복으로 중간유분 스프레드는 추가 상승 기대된다. 반면, 중국 구조조정이 지속되며 공급 부담은 한층 더 낮아질 것으로 예상함에 근거한다.

미국 내 석유제품 수요는 휘발유와 경유, 심지어 항공유까지 팬데믹 이전인 2019년 1월과 유사한 수준에 진입했다. 인도와 중국도 휘발유 수요는 어느 정도 정상화도에 진입했으나 중간유분은 여전히 더딘 상황이다. 그럼에도 현재 등/경유 마진은 각각 13달러, 11달러로 코로나 발생 직전인 2020년 1월 레벨에 도달했다. 연말부터 아시아 국가들의 백신접종 확대로 산업활동이 정상화되면 경유 수요는 추가 창출될 수 있고, 항공용 이동 역시 재개되면서 등유(항공유) 수요 회복을 기대할 수 있겠다.

소규모 티팟업체에 대한 중국정부의 구조조정도 지속되고 있다. LCO 등 2차원료에 대한 소비세 부과와 함께 2021년 원유수입 쿼터는 처음으로 전년과 유사한 수준에 그쳤다. 특히 Hengli와 Zhejiang 등 Teapot 2.0 업체들로 수입쿼터가 집중되고 있는 최근 추이가 눈에 띄는데, 이는 소규모 및 노후화된 Teapot 1.0 중심으로 구조조정을 강화하겠다는 중국정부 의지가 담긴 것으로 해석된다. 티팟은 원료부담으로 생산이 줄고, NOC는 수출쿼터 부족으로 가동률을 쉽사리 올리지 못하고 있다. 현 레벨에서 수요는 좋아지는데 공급은 줄어드는 모습이다. 경제마진의 추가 상승이 기대된다.

드디어, 전지 흑자전환 도전!

2022년 하반기에는 동사 전지부문의 흑자전환을 확인할 수 있을 것으로 전망한다. 차량용 반도체 부족은 연말 기점으로 점차 해소됨에 따라 동사 전지 출하량도 동반 증가할 수 있겠다. 2021년 초 상업가동을 시작한 중국 हे주 및 연청 공장에 이어, 2022년 1분기에는 헝가리와 미국 공장 상업가동에 따른 규모의 경제도 추가로 발생하며 흑자전환에 기여하겠다. 2022년 전지 매출은 2021년 대비 100% 늘어난 6.2조원에 달할 것으로 예상된다. 올해 수주잔고가 전년 대비 약 3배 늘어났음을 감안하면 중장기 매출도 기존 예상보다 훨씬 더 큰 폭으로 성장할 전망이다.

정제마진은 지난 2년 팬데믹에서의 부진을 털어내고 이제 막 본격적인 회복구간에 진입하고 있다. 이런 와중에 동사는 그 동안 하향조정했었던 정제설비 가동률을 정상화시키며 판매물량까지 늘어날 여지까지 있다. 전지는 국내 선두업체와 비슷한 규모로 확보한 수주잔고를 바탕으로 외형성장의 발판을 마련한 것은 물론, 내년에는 영업이익 흑자전환도 충분히 가능할 전망이다. 이래저래 전반적인 여건들이 모두 좋아지는 구간임에도 주가는 이러한 호재들을 여전히 전혀 반영하지 못하고 있다. 동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 40만원을 유지한다.

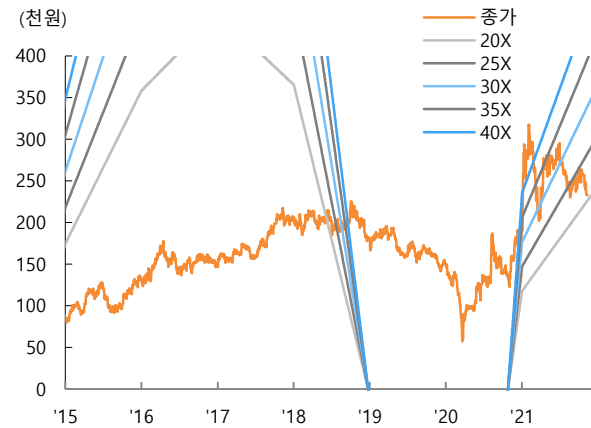
표1. SK 이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21F | 1Q22F | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F | 2020A | 2021F | 2022F |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 합계 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 9,240 | 11,120 | 12,301 | 13,890 | 13,530 | 14,358 | 14,857 | 15,783 | 34,459 | 46,550 | 58,198 |
| 영업이익 | 502.5 | 506.5 | 618.5 | 862.5 | 762.2 | 792.4 | 832.4 | 874.8 | -2,487 | 2,490 | 3,081 |
| 영업이익률 | 5.4% | 4.6% | 5.0% | 6.2% | 5.6% | 5.5% | 5.6% | 5.5% | -7.2% | 5.3% | 5.3% |
| 석유 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 5,877 | 7,247 | 7,876 | 9,099 | 8,658 | 9,405 | 9,628 | 10,153 | 22,638 | 30,098 | 37,529 |
| 영업이익 | 416.1 | 233.1 | 290.6 | 506.8 | 457.5 | 476.5 | 506.8 | 562.4 | -2,223 | 1,447 | 1,822 |
| 영업이익률 | 7.1% | 3.2% | 3.7% | 5.6% | 5.3% | 5.1% | 5.3% | 5.5% | -9.8% | 4.8% | 4.9% |
| 화학 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 2,062 | 2,344 | 2,563 | 2,644 | 2,701 | 2,593 | 2,611 | 2,598 | 7,054 | 9,613 | 10,504 |
| 영업이익 | 118.3 | 167.9 | 84.4 | 98.4 | 92.3 | 108.0 | 89.6 | 90.1 | -121 | 469 | 380 |
| 영업이익률 | 5.7% | 7.2% | 3.3% | 3.7% | 3.4% | 4.2% | 3.4% | 3.5% | -1.7% | 4.9% | 3.6% |
| 운할유 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 636 | 763 | 912 | 868 | 827 | 837 | 810 | 745 | 2,371 | 3,179 | 3,205 |
| 영업이익 | 137.1 | 226.5 | 329.3 | 280.7 | 209.6 | 204.0 | 198.8 | 163.2 | 262.2 | 973.6 | 776.2 |
| 영업이익률 | 21.5% | 29.7% | 36.1% | 32.4% | 25.3% | 24.4% | 24.5% | 21.9% | 11.1% | 30.6% | 24.2% |
| 배터리 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 526 | 630 | 817 | 1,100 | 1,166 | 1,337 | 1,622 | 2,092 | 1,610 | 3,073 | 6,216 |
| 영업이익 | -178.9 | -100.8 | -98.0 | -33.0 | -17.5 | -6.7 | 16.2 | 41.8 | -425.5 | -410.8 | 33.9 |
| 영업이익률 | -34.0% | -16.0% | -12.0% | -3.0% | -1.5% | -0.5% | 1.0% | 2.0% | -26.4% | -13.4% | 0.5% |
| LiBS & 기타 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 139 | 136 | 133 | 179 | 177 | 185 | 186 | 195 | 786 | 586 | 744 |
| 영업이익 | 9.9 | -20.2 | 12.2 | 9.6 | 20.3 | 10.5 | 21.0 | 17.3 | 20.0 | 11.6 | 69.0 |
| 영업이익률 | 7.2% | -14.8% | 9.2% | 5.4% | 11.4% | 5.7% | 11.3% | 8.9% | 2.6% | 2.0% | 9.3% |

자료: 하이투자증권

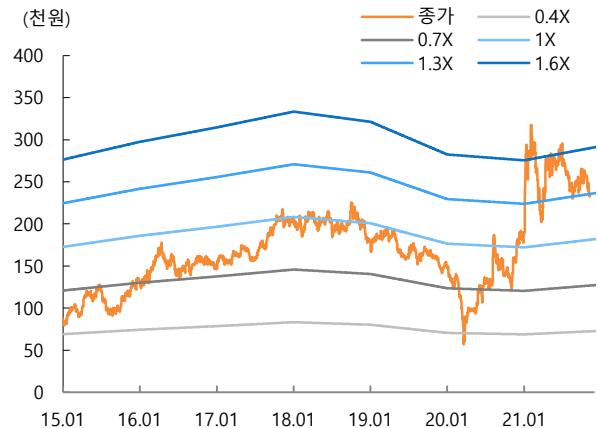
주: 동사 LiBS 부문 이익은 내부거래로 인해 SKIET 실적과 상이하며, 당사 추정치에 기반한 매출액이 E&P, Staff 비용 등 기타부문과 합산 반영

그림1. SK 이노베이션 12M Forward 기준 PER 추이



자료:하이투자증권

그림2. SK 이노베이션 12M Forward 기준 PBR 추이



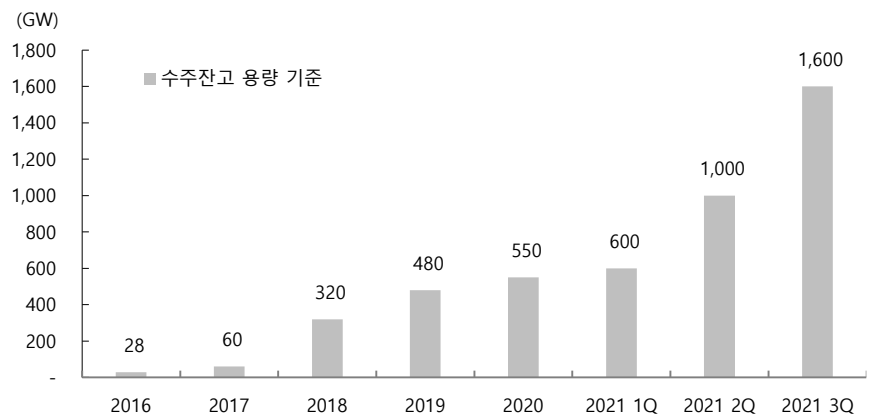
자료:하이투자증권

표2. SK 이노베이션 지역별 생산공장 양산시기 및 예상 규모

| 지역 | 공장 | 양산 시기 또는 예정 | 전지 생산규모 계획 (단위:GW) | | | |
|-----|-------------------------|-------------|--------------------|---------|---------|---------|
| | | | 2020년 말 | 2021년 말 | 2023년 말 | 2025년 말 |
| 한국 | 서산공장 | 2017년 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| | 1공장 | 2020년 1분기 | | | | |
| | 헝가리 | 2공장 | 2022년 1분기 | 7.5 | 7.5 | 23 |
| | 3공장 | 2024년 1분기 | | | | |
| 중국 | 창저우 (BAIC JV) | 2020년 2분기 | | | | |
| | 혜주 (EVE JV) | 2021년 1분기 | 7 | 27 | 35 | 75 |
| | 옌칭 (EVE JV) | 2021년 1분기 | | | | |
| | 옌칭 | 2024년 2분기 | | | | |
| 1공장 | 2022년 1분기 | | | | | |
| 미국 | 2공장 | 2023년 1분기 | - | - | 22 | 90+@ |
| | Blude Oval SK (Ford JV) | 2025년 1분기 | | | | |

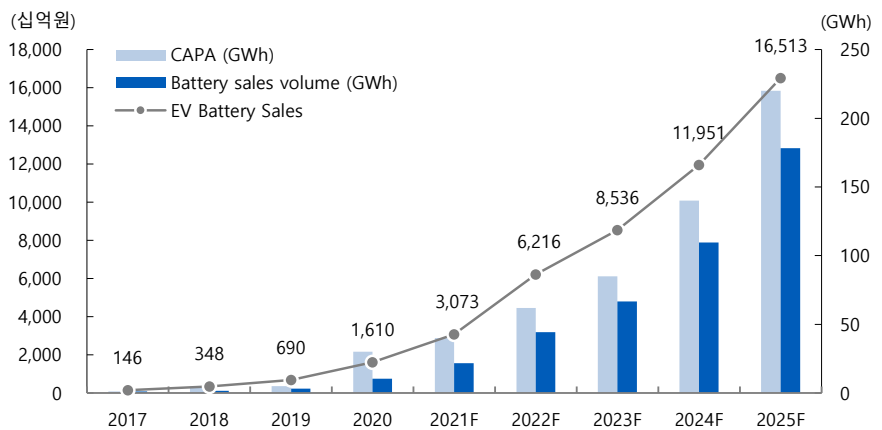
자료: SK 이노베이션, 하이투자증권

그림3. SK 이노베이션 수주잔고 추이



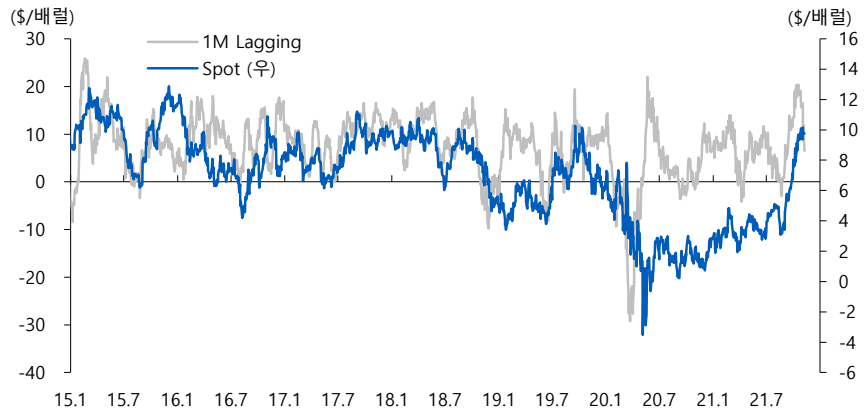
자료: SK 이노베이션, 하이투자증권

그림4. SK 이노베이션 전지부문 출하량, 매출액 추이 및 전망



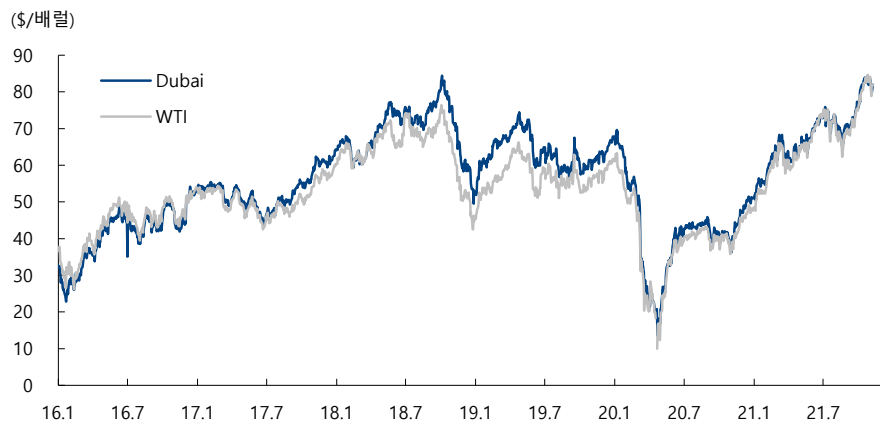
자료: 하이투자증권

그림5. 복합정제마진 추이



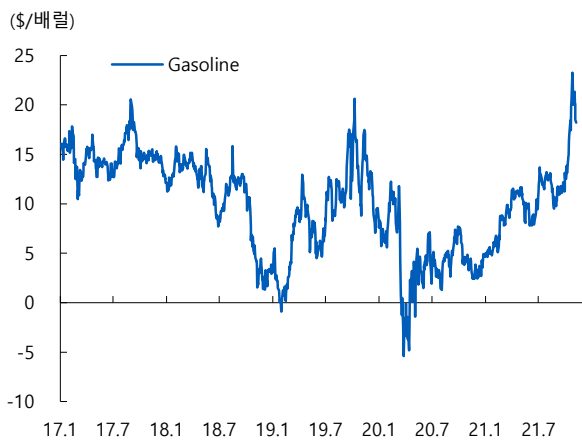
자료: Petronet, 하이투자증권

그림6. 국제유가 추이



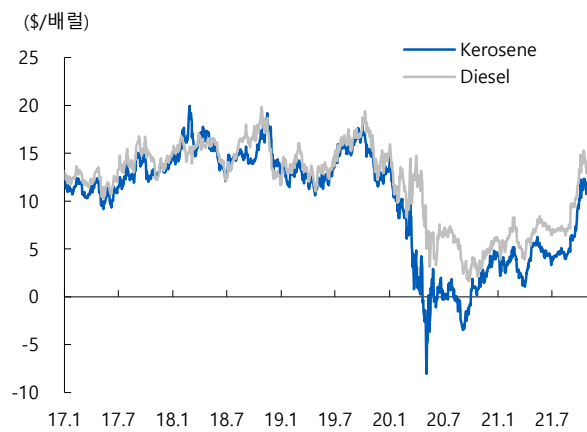
자료: Petronet, 하이투자증권

그림7. 휘발유 스프레드 추이



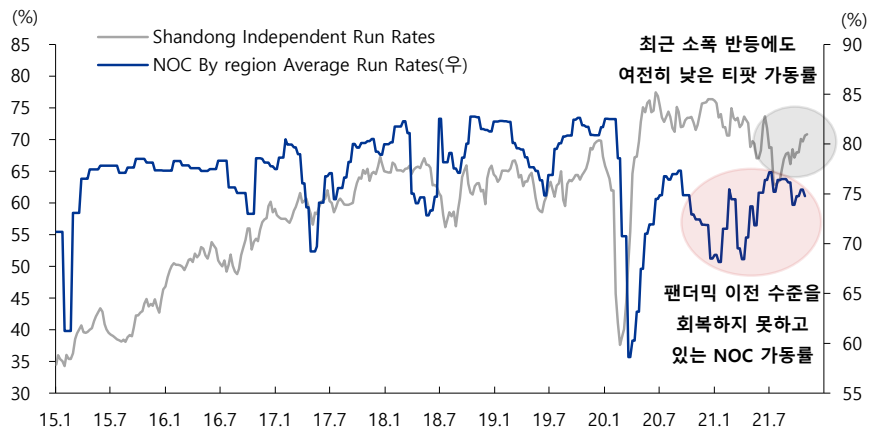
자료: Petronet, 하이투자증권

그림8. 중간유분 스프레드 추이



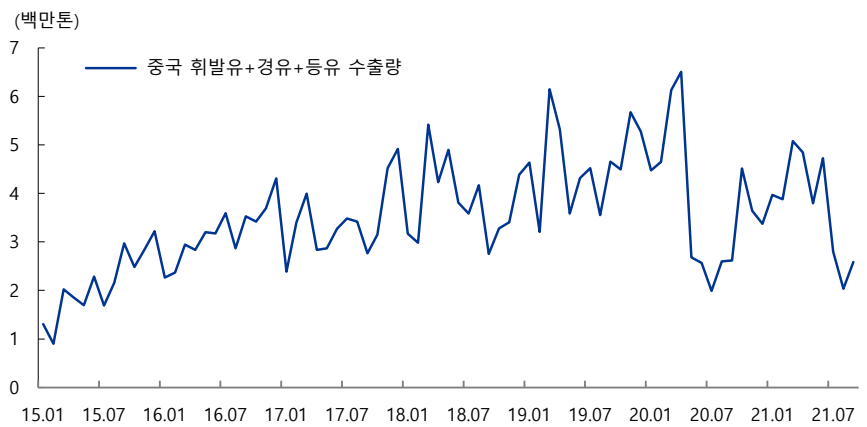
자료: Petronet, 하이투자증권

그림9. 중국 NOC 및 티팟 가동률 추이



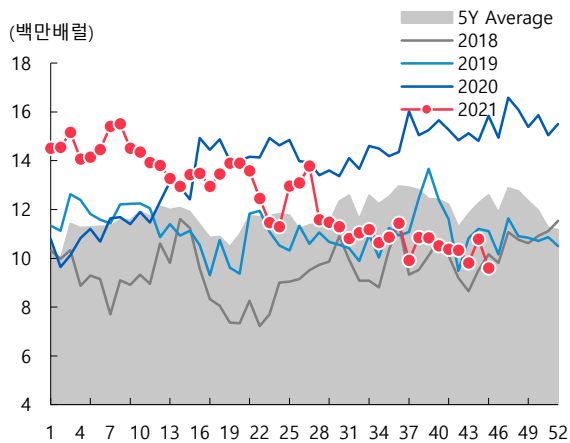
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림10. 중국 석유제품(휘발유+경유+등유) 수출량 추이



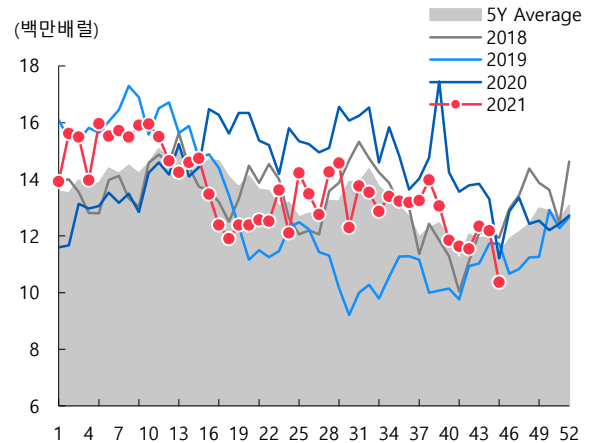
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림11. 아시아 중간유분 재고 추이



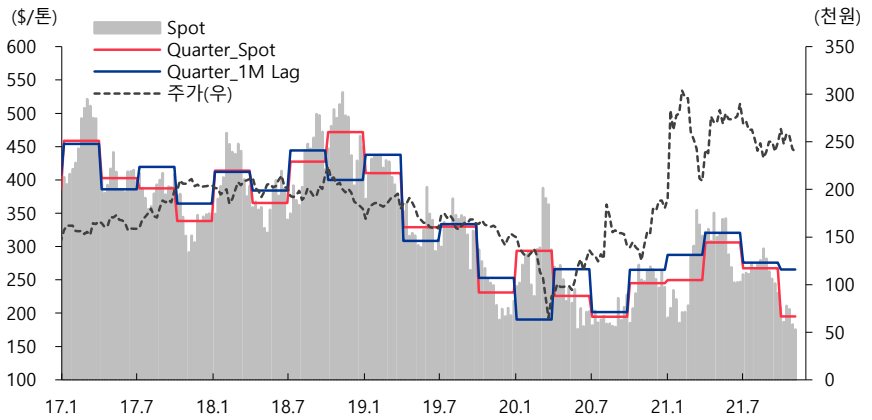
자료: EIA, 하이투자증권

그림12. 아시아 경질유분 재고 추이



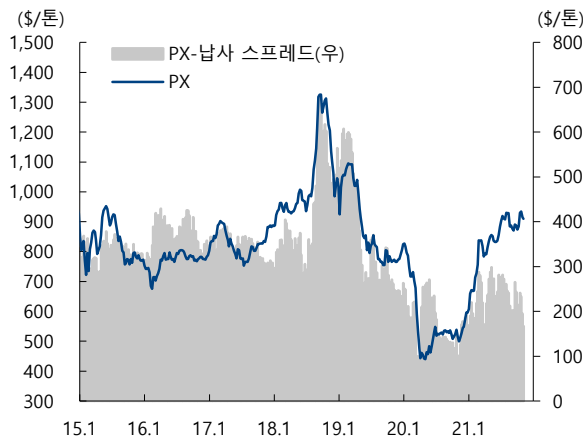
자료: EIA, 하이투자증권

그림13. SK 이노베이션 화학부문 가중평균 스프레드 추이



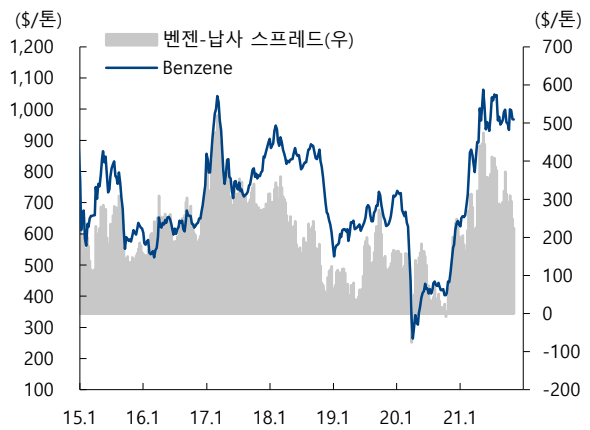
자료: 하이투자증권

그림14. PX 가격 및 스프레드 추이



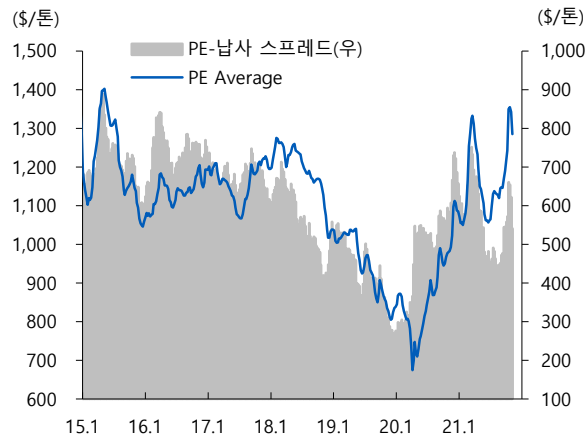
자료: 시스켈, 하이투자증권

그림15. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



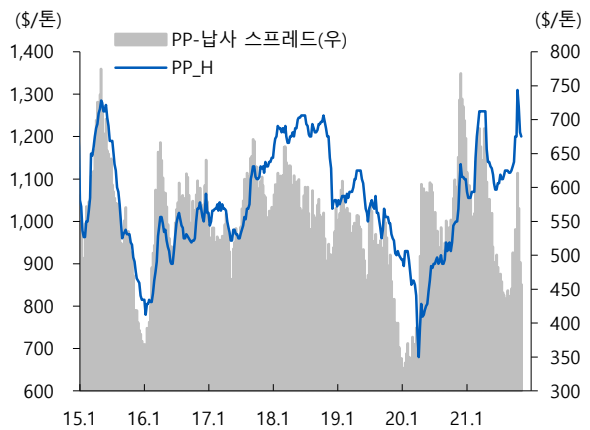
자료: 시스켈, 하이투자증권

그림16. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스켈, 하이투자증권

그림17. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스켈, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

| (단위:십억원) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 13,295 | 16,293 | 17,992 | 19,376 |
| 현금 및 현금성자산 | 2,941 | 2,752 | 1,808 | 2,563 |
| 단기금융자산 | 2,084 | 1,914 | 1,837 | 1,657 |
| 매출채권 | 3,150 | 4,931 | 6,137 | 6,421 |
| 재고자산 | 3,878 | 5,284 | 6,607 | 6,917 |
| 비유동자산 | 25,203 | 29,684 | 33,345 | 36,169 |
| 유형자산 | 17,878 | 20,103 | 22,472 | 24,690 |
| 무형자산 | 1,224 | 1,123 | 1,029 | 946 |
| 자산총계 | 38,498 | 45,977 | 51,337 | 55,546 |
| 유동부채 | 11,015 | 14,139 | 17,216 | 19,619 |
| 매입채무 | 2,764 | 4,655 | 5,820 | 6,093 |
| 단기차입금 | 1,530 | 1,530 | 1,880 | 2,030 |
| 유동성장기부채 | 1,709 | 1,709 | 1,709 | 1,709 |
| 비유동부채 | 12,025 | 12,825 | 13,725 | 14,225 |
| 사채 | 7,971 | 8,471 | 9,271 | 9,271 |
| 장기차입금 | 2,659 | 2,959 | 3,059 | 3,559 |
| 부채총계 | 23,040 | 26,963 | 30,941 | 33,844 |
| 자배주주지분 | 14,540 | 18,148 | 19,557 | 20,888 |
| 자본금 | 469 | 469 | 469 | 469 |
| 자본잉여금 | 5,942 | 5,942 | 5,942 | 5,942 |
| 이익잉여금 | 9,891 | 13,809 | 15,530 | 17,171 |
| 기타자본항목 | -1,762 | -2,072 | -2,383 | -2,693 |
| 비자배주주지분 | 918 | 866 | 839 | 813 |
| 자본총계 | 15,458 | 19,013 | 20,396 | 21,701 |

포괄손익계산서

| (단위:십억원, %) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 34,165 | 46,550 | 58,198 | 60,935 |
| 증가율(%) | -30.7 | 36.3 | 25.0 | 4.7 |
| 매출원가 | 34,643 | 41,968 | 52,456 | 55,137 |
| 매출총이익 | -478 | 4,582 | 5,742 | 5,798 |
| 판매비와관리비 | 2,090 | 2,092 | 2,660 | 2,833 |
| 연구개발비 | 254 | 258 | 328 | 349 |
| 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 영업이익 | -2,569 | 2,490 | 3,081 | 2,964 |
| 증가율(%) | 적전 | 흑전 | 23.7 | -3.8 |
| 영업이익률(%) | -7.5 | 5.3 | 5.3 | 4.9 |
| 이자수익 | 58 | 54 | 42 | 49 |
| 이자비용 | 354 | 373 | 403 | 418 |
| 지분법이익(손실) | -28 | 7 | -18 | -16 |
| 기타영업외손익 | -79 | -274 | 57 | 57 |
| 세전계속사업이익 | -2,870 | 5,590 | 2,810 | 2,710 |
| 법인세비용 | -628 | 1,224 | 615 | 593 |
| 세전계속이익률(%) | -8.4 | 12.0 | 4.8 | 4.4 |
| 당기순이익 | -2,147 | 4,367 | 2,195 | 2,117 |
| 순이익률(%) | -6.3 | 9.4 | 3.8 | 3.5 |
| 지배주주귀속 순이익 | -2,173 | 4,420 | 2,222 | 2,143 |
| 기타포괄이익 | -310 | -310 | -310 | -310 |
| 총포괄이익 | -2,457 | 4,056 | 1,885 | 1,806 |
| 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |

현금흐름표

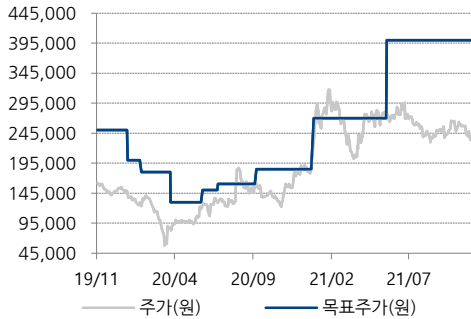
| (단위:십억원) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름 | 2,851 | 1,136 | 3,178 | 4,551 |
| 당기순이익 | -2,147 | 4,367 | 2,195 | 2,117 |
| 유형자산감가상각비 | 1,240 | 1,426 | 1,380 | 1,432 |
| 무형자산상각비 | 127 | 116 | 104 | 93 |
| 지분법관련손실(이익) | -28 | 7 | -18 | -16 |
| 투자활동 현금흐름 | -4,129 | -2,198 | -5,581 | -4,677 |
| 유형자산의 처분(취득) | -3,757 | -3,050 | -3,650 | -3,550 |
| 무형자산의 처분(취득) | -114 | -15 | -10 | -10 |
| 금융상품의 증감 | -26 | 1,289 | -1,405 | -705 |
| 재무활동 현금흐름 | 2,145 | 928 | 877 | 277 |
| 단기금융부채의증감 | 418 | - | 350 | 150 |
| 장기금융부채의증감 | 2,244 | 800 | 900 | 500 |
| 자본의증감 | - | - | - | - |
| 배당금지급 | -87 | -87 | -87 | -87 |
| 현금및현금성자산의증감 | 745 | -189 | -944 | 756 |
| 기초현금및현금성자산 | 2,196 | 2,941 | 2,752 | 1,808 |
| 기말현금및현금성자산 | 2,941 | 2,752 | 1,808 | 2,563 |

주요투자지표

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | -23,185 | 47,162 | 23,708 | 22,863 |
| BPS | 155,153 | 193,650 | 208,693 | 222,892 |
| CFPS | -8,599 | 63,613 | 39,548 | 39,131 |
| DPS | - | 12,050 | 12,050 | 12,050 |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | | 4.9 | 9.8 | 10.2 |
| PBR | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| PCR | -22.1 | 3.7 | 5.9 | 5.9 |
| EV/EBITDA | - | 7.8 | 7.4 | 7.5 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | -13.6 | 27.0 | 11.8 | 10.6 |
| EBITDA 이익률 | -3.5 | 8.7 | 7.8 | 7.4 |
| 부채비율 | 149.0 | 141.8 | 151.7 | 156.0 |
| 순부채비율 | 57.2 | 52.6 | 60.2 | 56.9 |
| 매출채권회전율(x) | 8.3 | 11.5 | 10.5 | 9.7 |
| 재고자산회전율(x) | 6.6 | 10.2 | 9.8 | 9.0 |

자료 : SK 이노베이션, 하이투자증권 리서치본부

SK 이노베이션
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자이건 | 목표주가 (원) | 목표주가 대상시점 | 과리율 | |
|-------------------|------|----------|-----------|---------|-------------|
| | | | | 평균 증가대비 | 최고(최저) 증가대비 |
| 2020-01-07 | Buy | 200,000 | 1년 | -33.3% | -30.3% |
| 2020-02-03 | Buy | 180,000 | 1년 | -39.4% | -21.9% |
| 2020-03-31 | Buy | 130,000 | 1년 | -23.4% | -5.8% |
| 2020-06-01 | Buy | 150,000 | 1년 | -16.3% | -9.0% |
| 2020-07-01 | Buy | 160,000 | 1년 | -8.5% | 16.9% |
| 2020-09-14 | Buy | 185,000 | 1년 | -14.7% | 3.8% |
| 2021-01-04 | Buy | 270,000 | 1년 | -2.5% | 17.6% |
| 2021-05-26(담당자변경) | Buy | 400,000 | 1년 | | |

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 전 유 진)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-09-30 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|-------|--------|----|
| 투자이건 비율(%) | 94.6% | 5.4% | - |