



# BUY(Maintain)

목표주가: 380,000원  
주가(11/10): 224,500원  
시가총액: 207,585억원

### 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI(11/10)	2,930.17pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	317,500원	141,500원
등락률	-29.3%	58.7%
수익률	절대	상대
1M	-9.5%	-8.7%
6M	-20.8%	-13.6%
1Y	43.0%	19.4%

### Company Data

발행주식수	92,466천주
일평균 거래량(3M)	470천주
외국인 지분율	24.8%
배당수익률(21E)	0.4%
BPS(21E)	167,440원
주요 주주	SK 외 6인 33.4%

### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	49,306.9	34,164.5	46,720.4	52,218.5
영업이익	1,113.6	-2,568.8	2,372.2	2,678.4
EBITDA	2,321.9	-1,201.8	3,913.8	4,702.0
세전이익	500.5	-2,869.8	1,957.6	2,546.9
순이익	65.8	-2,146.7	1,527.0	1,986.6
지배주주지분순이익	-35.7	-2,172.8	1,545.5	2,010.7
EPS(원)	-381	-23,185	16,491	21,456
증감률(%YoY)	적전	적지	흑전	30.1
PER(배)	-393.3	-8.2	13.6	10.5
PBR(배)	0.8	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	9.7	-23.7	9.1	7.7
영업이익률(%)	2.3	-7.5	5.1	5.1
ROE(%)	-0.2	-13.6	10.2	12.2
순부채비율(%)	42.2	63.3	83.5	79.4

### Price Trend



## 기업브리프

# SK이노베이션 (096770)

## 배터리/분리막 가치, 과도한 저평가 국면



국내 지주회사들의 과도한 할인 거래 양상, 배터리부문 적자지속, 금일 분리막 자회사 보호예수 물량 시장 출회 및 배터리 경쟁사 IPO 재추진으로 인한 수급 변화 전망 등으로 SK이노베이션의 배터리/분리막 가치가 동사 시가총액에 반영되지 못하고 있습니다. 하지만 업계 1위 수주 잔고 확보, 내년 흑자전환 전망 및 자산 비중 확대 등을 고려하면 내년부터 본격적으로 그 가치가 시가총액에 반영될 것으로 보입니다.

### >>> 배터리 수주 잔고, 업계 1위 달성

SK이노베이션의 배터리/분리막 가치가 동사 시가총액에 반영되지 못하고 있다. 배터리부문 물적 분할에 따른 지주회사 할인 요인 발생, 금일 분리막부문 보호예수 물량 시장 출회로 인한 보유 지분 가치 하락 및 저가 수주에 기인한 배터리부문의 적자지속 전망 등의 요인들이 고려되고 있기 때문이다.

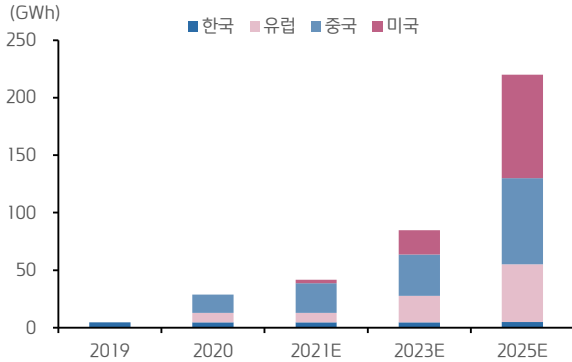
다만 1) 동사 배터리 수주 잔고는 2017년 60GWh에서 2021년 현재 1.6TWh로 4년 만에 26배 이상 증가하였다. 동사는 급격히 늘어난 수주 잔고 등을 고려하여, 2030년까지 미국/중국 등 세계 배터리 시장에 총 17~18조원을 투자할 계획이다. 자본금 조달 및 지분율 희석을 감안하여 물적 분할을 선택한 것으로 보인다. 2) 또한 분리막부문은 오늘 이후 일부 오버행 물량의 출회, IT용 수요 개선에 대한 점검 및 증설로 인한 램프업 비용 반영 등이 필요해보이나, 올해 증설한 중국 No.2(1.7억㎡)/폴란드 No.1(3.4억㎡) 플랜트의 온기 가동, 중국 No.3(1.7억㎡) 플랜트의 신규 가동으로 인한 규모의 경제 효과로 내년은 올해 대비 증익 추세가 이어질 전망이다. 3) 메탈 가격이 상승하는 상황에서 낮은 배터리 ASP는 경쟁사 대비 할인 요소이나, 세계 Top-Tier 급 수주 잔고/공격적 생산능력 확대에 따른 외형 급증, 규모의 경제 효과로 인한 원가 개선 및 변호사 비용 제거로 최근 수익성 급격히 개선되고 있다. 이에 2017~2021년 동안 누적 1.7조원을 상회하던 영업적자는 내년부터 흑자전환될 것으로 보인다. 또한 내년 배터리부문 매출액은 올해 완공한 중국 해주/연청 플랜트의 온기 가동, 헝가리 No.2 플랜트, 미국 No.1 플랜트의 신규 가동으로 약 6조원을 기록하며, 2017년 대비 40배 이상 증가할 전망이다.

동사의 배터리 수주 잔고는 포드와의 합작 물량을 고려하면, 1.6TWh(금액 기준 220조원)로 증가하며 업계 1위를 달성한 것으로 보인다. 한편 경쟁사인 LG화학/CATL의 올해 상반기 기준 배터리 수주 잔고는 각각 1.5TWh, 1.2TWh로 추정된다.

### >>> 내년, 증익 추세 기조 유지 전망

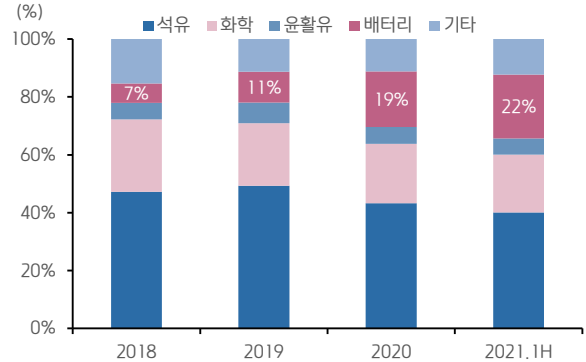
동사의 내년 영업이익은 2조6,784억원으로 올해 대비 12.9% 증가할 전망이다. 배터리/소재부문의 증설 효과 발생 및 백신 접종률 확대로 미국/유럽/중국의 운송/산업용 제품 수요 개선과 국제 여행 활동 회복으로 제트/등유 수요도 증가하며, 정제마진의 개선이 예상되기 때문이다.

### SK이노베이션 배터리 생산능력 추이/전망



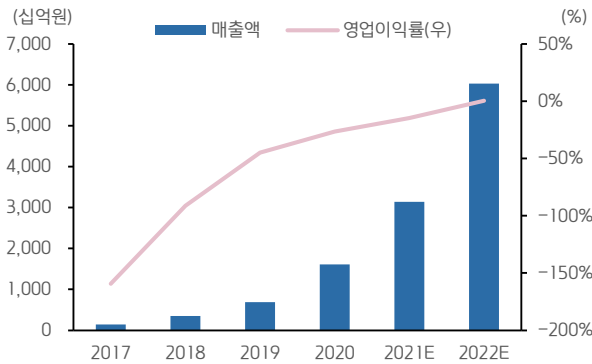
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

### SK이노베이션 사업부문별 자산 비중 추이



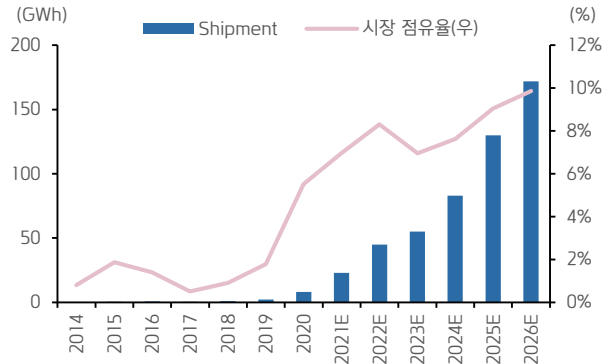
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

### SK이노베이션 배터리부문 실적 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

### SK이노베이션 배터리 시장 점유율 추이/전망



자료: SK이노베이션, SNER, 키움증권 리서치

### SK이노베이션 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2018	2019	2020	2021E
매출액	11,163	7,200	8,419	7,383	9,240	11,120	12,301	14,061	54,217	49,307	34,165	46,720
석유	8,033	4,518	5,318	4,769	5,877	7,247	7,876	8,790	39,194	35,368	22,638	29,789
화학	1,972	1,681	1,782	1,619	2,062	2,344	2,563	3,093	10,684	9,543	7,054	10,062
윤활유	642	475	602	652	636	763	912	852	3,266	3,115	2,371	3,163
소재 등 기타	516	526	717	637	665	766	950	1,325	1,367	1,640	2,396	3,706
영업이익	-1,775	-440	-29	-325	503	507	619	745	2,103	1,114	-2,569	2,372
%OP	-15.9%	-6.1%	-0.3%	-4.4%	5.4%	4.6%	5.0%	5.3%	3.9%	2.3%	-7.5%	5.1%
석유	-1,636	-433	39	-193	416	233	291	488	713	450	-2,223	1,427
화학	-90	68	-53	-46	118	168	84	88	1,118	706	-121	459
윤활유	29	37	71	125	137	227	329	243	461	306	262	936
소재 등 기타	-78	-112	-85	-130	-169	-121	-86	-75	-171	-181	-406	-450

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	49,306.9	34,164.5	46,720.4	52,218.5	51,765.6
매출원가	46,343.9	34,643.0	41,547.1	46,371.4	45,560.6
매출총이익	2,963.0	-478.4	5,173.3	5,847.1	6,205.0
판관비	1,849.4	2,090.4	2,801.1	3,168.8	3,161.4
<b>영업이익</b>	1,113.6	-2,568.8	2,372.2	2,678.4	3,043.6
<b>EBITDA</b>	2,321.9	-1,201.8	3,913.8	4,702.0	5,204.7
영업외손익	-613.1	-301.0	-414.5	-131.4	-52.5
이자수익	98.2	58.0	45.7	64.9	98.1
이자비용	340.9	353.6	425.7	476.1	526.4
외환관련이익	1,003.5	1,401.2	1,234.5	1,259.1	1,284.3
외환관련손실	1,114.1	1,349.1	1,190.8	1,131.2	1,074.7
종속 및 관계기업손익	54.2	-28.6	69.1	98.1	112.5
기타	-314.0	-28.9	-147.3	53.8	53.7
<b>법인세차감전이익</b>	500.5	-2,869.8	1,957.6	2,546.9	2,991.1
법인세비용	255.6	-628.1	430.7	560.3	658.0
계속사업순이익	244.9	-2,241.7	1,527.0	1,986.6	2,333.1
<b>당기순이익</b>	65.8	-2,146.7	1,527.0	1,986.6	2,333.1
<b>지배주주순이익</b>	-35.7	-2,172.8	1,545.5	2,010.7	2,361.4
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-9.1	-30.7	36.8	11.8	-0.9
영업이익 증감율	-47.1	-330.7	-192.3	12.9	13.6
EBITDA 증감율	-23.4	-151.8	-425.7	20.1	10.7
지배주주순이익 증감율	-102.2	5,986.3	-171.1	30.1	17.4
EPS 증감율	적전	적지	흑전	30.1	17.4
매출총이익률(%)	6.0	-1.4	11.1	11.2	12.0
영업이익률(%)	2.3	-7.5	5.1	5.1	5.9
EBITDA Margin(%)	4.7	-3.5	8.4	9.0	10.1
지배주주순이익률(%)	-0.1	-6.4	3.3	3.9	4.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	17,353.6	13,295.1	14,813.6	17,598.4	20,373.1
현금 및 현금성자산	2,196.0	2,940.7	1,847.8	3,449.1	6,244.0
단기금융자산	2,411.6	2,024.4	2,064.9	2,106.2	2,148.3
매출채권 및 기타채권	5,016.9	3,040.4	4,157.8	4,647.1	4,606.8
재고자산	6,495.2	3,878.4	5,303.7	5,927.8	5,876.4
기타유동자산	3,645.5	3,435.6	3,504.3	3,574.4	3,645.9
<b>비유동자산</b>	22,180.9	25,203.1	28,935.7	30,215.4	31,372.0
투자자산	4,272.9	4,297.7	4,572.0	4,875.3	5,193.0
유형자산	15,417.5	17,878.2	21,452.6	22,531.2	23,460.2
무형자산	1,173.5	1,223.9	1,107.8	1,005.5	915.4
기타비유동자산	1,317.0	1,803.3	1,803.3	1,803.4	1,803.4
<b>자산총계</b>	39,534.5	38,498.1	43,749.3	47,813.8	51,745.1
<b>유동부채</b>	10,457.2	11,014.8	12,123.1	12,662.1	12,721.5
매입채무 및 기타채무	7,645.0	7,380.6	8,488.9	9,027.9	9,087.3
단기금융부채	2,510.6	3,239.1	3,239.1	3,239.1	3,239.1
기타유동부채	301.6	395.1	395.1	395.1	395.1
<b>비유동부채</b>	10,864.0	12,024.8	15,034.8	17,134.8	19,234.8
장기금융부채	10,713.8	11,811.0	14,821.0	16,921.0	19,021.0
기타비유동부채	150.2	213.8	213.8	213.8	213.8
<b>부채총계</b>	21,321.3	23,039.7	27,157.9	29,797.0	31,956.4
<b>자본지분</b>	17,468.1	14,540.0	15,691.4	17,140.9	18,941.1
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
기타자본	-1,136.4	-1,632.2	-1,632.2	-1,632.2	-1,632.2
기타포괄손익누계액	194.9	-129.6	-440.0	-750.4	-1,060.9
이익잉여금	12,175.2	9,891.3	11,353.1	13,113.1	15,223.7
비지배지분	745.1	918.5	900.0	875.9	847.6
<b>자본총계</b>	18,213.2	15,458.5	16,591.4	18,016.8	19,788.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,825.8	2,850.8	1,011.5	2,750.2	4,019.9
당기순이익	65.8	-2,146.7	1,527.0	1,986.6	2,333.1
비현금항목의 가감	1,955.0	1,142.8	1,712.4	2,326.2	2,564.1
유형자산감가상각비	1,083.0	1,239.6	1,425.6	1,921.4	2,071.0
무형자산감가상각비	125.2	127.3	116.1	102.3	90.1
지분법평가손익	-122.3	-196.5	-170.9	-189.9	-204.3
기타	869.1	-27.6	341.6	492.4	607.3
영업활동자산부채증감	535.3	4,272.1	-1,504.5	-678.4	121.8
매출채권및기타채권의감소	293.6	1,816.7	-1,117.4	-489.3	40.3
재고자산의감소	-67.0	2,634.8	-1,425.3	-624.1	51.4
매입채무및기타채무의증가	235.6	-2,679.2	1,108.3	539.0	59.4
기타	73.1	2,499.8	-70.1	-104.0	-29.3
기타현금흐름	-730.3	-417.4	-723.4	-884.2	-999.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	-3,166.8	-4,128.7	-5,137.3	-3,838.1	-3,838.9
유형자산의 취득	-2,576.6	-3,763.1	-4,300.0	-3,000.0	-3,000.0
유형자산의 처분	79.6	5.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-167.2	-113.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-800.1	-53.4	-205.2	-205.2	-205.2
단기금융자산의감소(증가)	306.5	387.2	-40.5	-41.3	-42.1
기타	-9.0	-591.7	-591.6	-591.6	-591.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	1,686.1	2,144.7	3,138.2	2,144.6	1,977.5
차입금의 증가(감소)	3,085.9	2,662.0	3,010.0	2,100.0	2,100.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-496.2	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-1,004.0	-149.3	0.0	-83.6	-250.8
기타	-395.8	128.2	128.2	128.2	128.3
기타현금흐름	25.3	-122.2	-105.3	544.6	636.5
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	370.4	744.7	-1,092.9	1,601.3	2,794.9
기초현금 및 현금성자산	1,825.6	2,196.0	2,940.7	1,847.8	3,449.1
기말현금 및 현금성자산	2,196.0	2,940.7	1,847.8	3,449.1	6,244.0

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-381	-23,185	16,491	21,456	25,197
BPS	186,398	155,153	167,440	182,907	202,116
CFPS	21,564	-10,713	34,567	46,021	52,257
DPS	3,000	0	1,000	3,000	3,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-393.3	-8.2	13.6	10.5	8.9
PER(최고)	-519.2	-8.5	19.9		
PER(최저)	-369.7	-2.4	12.0		
PBR	0.8	1.2	1.3	1.2	1.1
PBR(최고)	1.1	1.3	2.0		
PBR(최저)	0.8	0.4	1.2		
PSR	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4
PCFR	7.0	-17.7	6.5	4.9	4.3
EV/EBITDA	9.7	-23.7	9.1	7.7	6.8
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%보통주, 현금)	396.6	0.0	5.4	12.4	10.6
배당수익률(%보통주, 현금)	2.0	0.0	0.4	1.3	1.3
ROA	0.2	-5.5	3.7	4.3	4.7
ROE	-0.2	-13.6	10.2	12.2	13.1
ROIC	2.2	-14.1	7.9	7.8	8.5
매출채권회전율	9.6	8.5	13.0	11.9	11.2
재고자산회전율	7.8	6.6	10.2	9.3	8.8
부채비율	117.1	149.0	163.7	165.4	161.5
순차입금비율	42.2	63.3	83.5	79.4	68.6
이자보상배율	3.3	-7.3	5.6	5.6	5.8
총차입금	12,292.4	14,753.7	17,763.7	19,863.7	21,963.7
순차입금	7,684.7	9,788.6	13,851.0	14,308.4	13,571.4
NOPLAT	2,321.9	-1,201.8	3,913.8	4,702.0	5,204.7
FCF	-456.3	-1,296.9	-2,412.5	434.4	1,656.9

Compliance Notice

- 당사는 11월 10일 현재 'SK이노베이션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

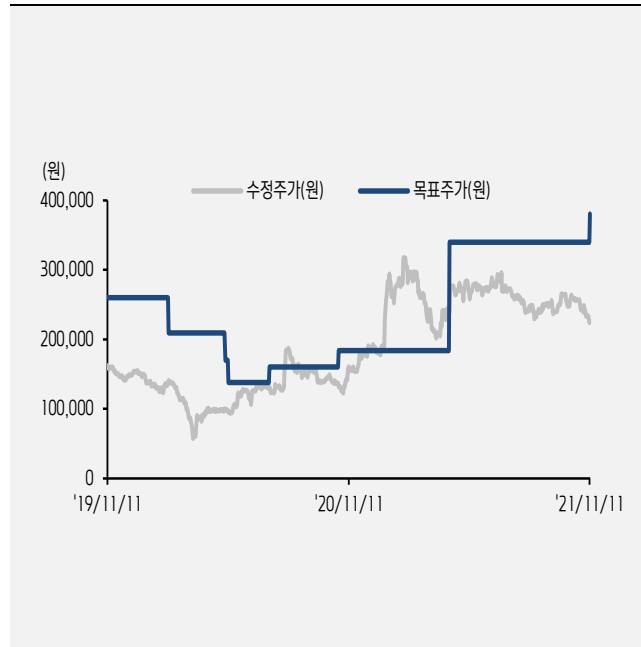
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK이노베이션 (096770)	2020/02/11	Buy(Maintain)	209,000원	6개월	-51.54	-32.78
	2020/05/07	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-42.12	-41.94
	2020/05/12	Buy(Maintain)	138,000원	6개월	-12.75	-1.09
	2020/07/13	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-19.63	-15.63
	2020/07/30	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-7.97	16.88
	2020/10/26	Buy(Maintain)	184,000원	6개월	-30.09	-28.53
	2020/11/02	Buy(Maintain)	184,000원	6개월	20.21	72.55
	2021/04/12	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-19.83	-16.62
	2021/05/14	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-21.78	-13.09
	2021/08/31	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-22.70	-13.09
	2021/11/01	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-22.82	-13.09
	2021/11/11	Buy(Maintain)	380,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%