

SK이노베이션 (096770)

정유



황규원

02 3770 5607
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	410,000원 (M)
현재주가 (1/28)	216,000원
상승여력	90%

시가총액	201,399억원
총발행주식수	93,713,990주
60일 평균 거래대금	1,242억원
60일 평균 거래량	531,287주
52주 고	317,500원
52주 저	194,500원
외인지분율	24.16%
주요주주	SK 외 6 인 33.41%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.4)	(11.3)	(21.9)
상대	8.4	0.2	(10.0)
절대(달려환산)	(5.8)	(13.9)	(27.4)

2022년 배터리 할인 해소로 주가상승 기대!

2022년 예상 영업이익 1.8조원, 홍보 전망

2022년 예상 실적은 '매출액 60.4조원, 영업이익 1.8조원(영업이익률 3.8%), 지배주주 순이익 1조 2,731억원' 등이다. 영업이익 추정치는 전년 1.8조원과 거의 비슷한 수치이다. 부문별로는 '정유 7,827억원(전년 1.2조원), 석유화학 △772억원(전년 1,616억원), 윤활유 7,601억원(전년 9,609억원), 배터리 △1,753억원(전년 △6,827억원)' 등이다. 타이트한 공급으로 정유 업황은 호조가 예상되지만, 공급량이 증가하는 윤활유 부문은 감익이 불가피하다. 배터리 부문은 3가지 펀더멘탈 호전과 할인을 축소로 주가 재평가 진행이 예상된다.

배터리부문 가치 3가지 턴업(수주확대, 시장점유율 개선, 4분기 흑전)

첫째, 수주잔고가 전년 220조원에서 360조원 이상으로 확대될 전망이다. 유럽 Ford(주) 합작, 현대차(주) 2025년 전기차용 배터리, 폭스바겐(주) 각형 배터리 등도 기대할 수 있다. 둘째, 배터리 시장점유율이 2021년 5.5%에서 2022년 말 9%까지 높아질 수 있다. 중국 옌청 공장과 미국 조지아 공장(Ford(주) F-150, 폭스바겐(주) ID4) 외형성장이 가팔라진다. 셋째, 2022년 예상 실적은 '매출액 6.3조원(전년 3.0조원), 영업손익 △1,753억원(영업이익률 △2.8%), EBITDA 4,926억원' 등이다. 3 ~ 4분기부터 영업이익 흑자전환을 기대해 볼 수 있다. Ford(주) 및 폭스바겐(주) 미국 배터리 판매가격이 기존 제품보다 높기 때문이다.

물적분할 제도개선 성공시, 배터리 자회사 할인 축소

2022년 물적분할 제도개편 가능성이 높아지고 있다. 기업들이 성장사업을 물적분할 후 거래소 등에 상장하는 과정을 반복되고 있는데, 모회사 주주들이 소외된다는 불만이 쌓여왔다. 이를 보완하기 위해, 유관기관에서 ① 물적분할에 반대한 주주의 주식을 되사주는 매수청구권 부여, ② 물적분할 회사가 유상증자를 진행할 때 모회사 주주에 신주인수권 부여, ③ 물적분할 자회사 IPO 진행시 모회사주주에 우선청약권 부여 등을 거론하고 있다. 만약, 신주인수권 및 청약우선권이 부여되면, SK이노베이션(주) 주주는 배터리 자회사인 SK온(주)에 직접 권리가 생긴다. 자회사 할인을 완화로 SK온(주) 지분가치가 20조원(100% 가치 25조원 X 비상장 적용율 80%)로 재평가될 수 있다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	141,830	92.1	15.3	137,696	3.0
영업이익	1,381	흑전	-77.7	6,726	-79.5
세전계속사업이익	183	흑전	-97.4	6,199	-97.0
지배순이익	767	흑전	-82.0	4,747	-83.8
영업이익률 (%)	1.0	흑전	-4.0 %pt	4.9	-3.9 %pt
지배순이익률 (%)	0.5	흑전	-3.0 %pt	3.4	-2.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	493,069	341,645	468,429	603,972
영업이익	11,136	-25,688	17,656	17,610
지배순이익	-357	-21,728	3,129	12,731
PER	-397.1	-5.7	67.2	15.7
PBR	0.9	0.8	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.4	-19.2	10.3	9.6
ROE	-0.2	-13.6	2.0	7.2

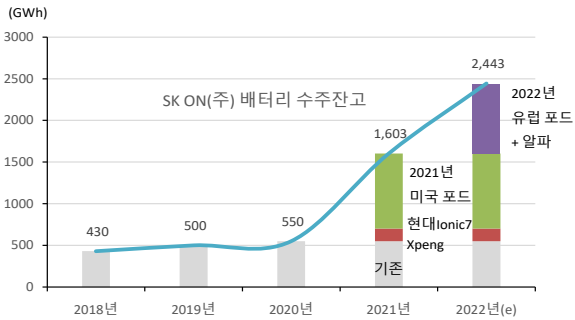
자료: 유안타증권

표 1. SK이노베이션주의 실적 추정치 : 2020년 연간 영업이익 △2.6조원 → 2021년 1.8조원(p) → 2022년 1.8조원(e)

	2021				2022				연간실적								
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	
생산 Capa																	
석유정제 (만배럴/일)	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	
석유화학 PX (만톤)	83	83	83	83	83	83	83	83	295	295	295	295	295	295	295	295	
석유화학 PE (만톤)	26	26	26	26	26	26	26	26	102	102	102	102	102	102	102	102	
자원개발 원유등가물 생산량 (만배럴/일)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	6.2	6.0	5.5	5.5	5.5	4.5	1.3	1.4	
윤활기유 (만배럴/일)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	6.7	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	
중대형전지 (GW)	7.4	7.4	9.9	9.9	15.4	15.4	15.4	15.4	0.8	0.9	1.0	2.9	4.7	20.3	34.7	61.7	
		중국 100GW			미국 12GW, 싱가포르 10GW										미국 9.8GW, 싱가포르 9.8GW		
분리막 (억㎡)	2.6	2.6	3.5	3.5	3.9	3.9	3.9	3.9	2.1	2.1	2.1	3.2	4.9	6.2	12.1	15.5	
	중국 1.7억			중단트 3.4억			중국 1.7억										
주요제품 가격																	
휘발유 \$/배럴	66.0	75.4	81.4	91.3	91.5	86.0	78.0	70.0	69.5	56.3	67.8	81.4	69.5	44.9	78.5	81.4	
경유 \$/배럴	65.0	73.0	77.3	89.9	90.5	85.0	78.0	72.0	64.8	52.4	66.0	85.5	77.5	48.4	76.3	81.4	
등유 \$/배럴	63.5	71.9	77.2	87.6	89.0	85.0	78.0	72.0	64.8	52.7	64.7	85.3	77.2	44.7	75.1	81.0	
B/C유 \$/배럴	56.8	61.4	68.4	71.3	73.0	69.0	62.0	55.0	45.3	35.5	49.4	66.0	57.7	39.2	64.5	64.8	
두바이유(원재료) \$/배럴	59.7	66.8	71.3	78.0	78.0	74.0	67.0	60.0	51.9	40.3	52.8	69.9	63.1	42.2	68.9	69.8	
에틸렌 \$/배럴	961	1,007	983	1,071	991	1,003	967	900	1,058	1,040	1,151	1,215	852	732	1,013	970	
PX \$/배럴	756	846	901	872	891	903	857	820	823	778	832	1,049	882	560	844	868	
부타디엔 \$/배럴	912	1,086	1,337	720	741	903	1,037	970	861	1,062	1,486	1,414	1,053	711	1,014	913	
SM \$/배럴	1,084	1,215	1,182	1,159	1,141	1,153	1,137	1,040	1,098	1,024	1,221	1,301	979	733	1,160	1,118	
합성수지 \$/배럴	1,236	1,182	1,185	1,296	1,191	1,203	1,187	1,070	1,174	1,218	1,262	1,217	992	926	1,225	1,163	
벤젠 \$/배럴	760	974	988	946	941	903	787	660	679	646	817	822	641	487	917	823	
자일렌 \$/배럴	619	712	720	696	691	683	657	600	638	566	586	728	653	442	687	658	
프로필렌 \$/배럴	1,030	1,037	981	1,005	1,041	1,053	1,087	1,000	788	713	880	1,038	882	801	1,013	1,045	
니프타(원재료) \$/배럴	562	614	680	747	741	703	637	570	497	406	495	614	527	383	651	663	
윤활기유 \$/배럴	109	133	154	138	141	130	120	107	84	82	97	111	97	79	134	125	
환율 원/달러	1,114	1,122	1,157	1,183	1,205	1,195	1,185	1,175	1,134	1,161	1,131	1,100	1,165	1,180	1,144	1,190	
사업부문별 가격 및 스프레드																	
심가물정제마진(Datastream) \$/배럴	1.8	2.1	3.9	6.1	5.9	6.0	5.5	5.2	7.6	6.1	7.1	5.9	3.7	0.4	3.5	5.7	
OSP(초경질 15%, 경질 25%, 중질 60%) \$/배럴	0.7	1.3	2.2	1.8	2.3	0.5	0.0	-0.5	-1.2	-2.0	-0.8	0.0	1.0	-0.5	1.5	0.6	
OSP 50% 반영후 심가물정제마진 \$/배럴	1.5	1.5	2.8	5.2	4.8	5.8	5.5	5.5	8.2	7.1	7.5	5.9	3.2	0.7	2.7	5.4	
석화마진(주력제품 가중평균 스왑마진) \$/톤	280	325	282	193	196	237	262	255	335	389	398	398	377	223	270	237	
석화기유 마진(윤활유-50%+B/C-0.5*등유) \$/배럴	46	66	81	57	59	53	50	44	29	38	40	35	40	36	63	51	
매출액	억원	92,398	111,196	123,005	141,830	164,667	152,719	149,157	137,429	483,563	395,205	461,627	542,165	498,765	341,645	468,429	603,972
정유사업	억원	58,765	72,466	78,760	85,960	106,964	94,004	91,480	85,211	352,997	283,698	333,368	391,935	358,168	226,380	295,971	377,658
석화사업	억원	20,622	23,440	25,628	25,743	28,130	28,444	26,745	22,876	92,880	76,865	93,392	106,844	95,424	70,541	95,433	106,196
윤활유사업	억원	6,365	7,628	9,122	10,397	9,476	8,281	8,586	8,086	26,188	25,358	30,474	32,661	31,583	23,713	33,512	34,429
배터리사업	억원	5,263	6,302	8,169	10,665	11,289	15,287	17,724	18,961			1,457	3,482	6,903	16,102	30,398	63,260
분리막사업	억원	1,392	1,552	1,521	1,534	1,720	2,348	2,680	2,647					2,630	4,468	5,989	9,365
영업이익	억원	5,025	5,065	6,185	1,381	6,106	3,005	4,305	4,195	19,796	32,283	32,218	21,032	12,693	-25,688	17,656	17,610
원유제고평가후 영업이익(E)	억원	1,303	2,725	3,759	-819	4,906	4,005	5,905	5,895	26,098	28,481	30,144	20,478	11,401	-17,919	6,988	20,710
정유사업	억원	4,161	2,331	2,906	2,218	4,297	1,160	1,729	642	12,845	19,383	15,021	7,132	4,503	-22,228	11,616	7,827
석화사업	억원	1,183	1,679	844	-2,090	-459	-574	5	256	4,310	9,187	13,772	11,175	7,056	-1,212	1,616	-772
윤활유사업	억원	1,371	2,265	3,293	2,680	2,268	1,984	1,763	1,587	2,947	4,685	5,049	4,607	3,058	2,622	9,609	7,601
배터리사업	억원	-1,763	-979	-987	-3,098	-1,129	-764	-354	495			-2,321	-3,175	-3,091	-4,265	-6,627	-1,753
분리막사업	억원	324	443	417	-290	-46	327	566	742					806	1,259	894	1,589
영업이익률	%	5.4%	4.6%	5.0%	1.0%	3.7%	2.0%	2.9%	3.1%	4.1%	8.2%	7.0%	3.9%	2.5%	-7.5%	3.8%	2.9%
원유제고평가후 영업이익률	%	1.4%	2.5%	3.1%	-0.8%	3.0%	2.6%	4.0%	4.3%	5.4%	7.2%	6.5%	3.8%	2.3%	-5.2%	1.5%	3.4%
정유사업	%	7.1%	3.2%	3.7%	2.6%	4.0%	1.2%	1.9%	0.8%	3.6%	6.8%	4.5%	1.8%	1.3%	-9.8%	3.9%	2.1%
석화사업	%	5.7%	7.2%	3.3%	-8.1%	-1.6%	-2.0%	0.0%	1.1%	4.6%	12.0%	14.7%	10.5%	7.4%	-1.7%	1.7%	-0.7%
윤활유사업	%	21.5%	29.7%	36.1%	25.8%	23.9%	24.0%	20.5%	19.6%	11.3%	18.5%	16.6%	14.1%	9.7%	11.1%	28.7%	22.1%
E&P사업	%	45.7%	18.2%	57.3%	57.3%	56.9%	57.3%	55.4%	52.1%	9.9%	19.8%	29.6%	33.6%	29.3%	21.7%	47.3%	55.4%
기타사업	%	-28.2%	-16.7%	-11.1%	-8.3%	-0.9%	1.4%	3.0%	7.5%	-17.8%	-51.1%	166.0%	-139.2%	-56.3%	-32.3%	-13.4%	2.8%
배터리사업	%	-33.5%	-15.5%	-12.1%	-29.0%	-10.0%	-5.0%	-2.0%	2.6%			-159.3%	-91.2%	-44.8%	-26.5%	-22.5%	-2.8%
분리막사업	%	23.2%	28.5%	27.4%	-18.9%	-2.7%	13.9%	21.4%	28.0%					30.6%	28.2%	14.9%	17.0%
외환손익	억원	-717	194	-177	-30	-333	198	199	200	-1,790	-380	1,006	-1,009	-1,047	522	-730	-628
지배주주 손이익	억원	-3,762	1,868	4,255	767	3,261	2,528	3,741	3,202	8,150	16,713	21,038	16,511	-357	-21,728	3,129	12,731
주당손이익	원/주	1분기 LG화학주 소송충당금 △9,763억원								8,748	17,988	22,643	17,752	-428	-23,498	3,384	13,721
주당순자산	원/주									170,504	183,525	194,069	205,466	198,025	173,957	205,621	220,362
주당EBITDA	원/주									31,277	44,206	44,118	32,615	26,437	-12,825	35,019	36,521
주당배당액	원/주		0				1,000	2,500		4,800	6,400	8,000	8,000	3,000	0	주식배당	3,500
자기자본이익률	%									5.1%	9.8%	11.7%	8.6%	-0.2%	-13.5%	1.6%	6.2%

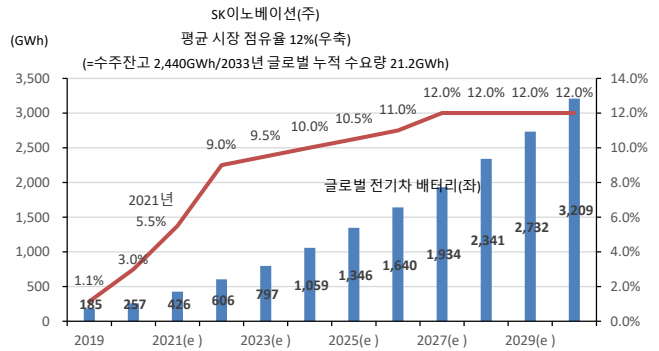
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 4. SK ON(주)의 배터리 수주 잔고 : 2022년 360 ~ 400 조원(€)



자료: SK 이노베이션(주), 언론기사, 유안타증권 리서치센터

그림 5. SK ON(주) 글로벌 시장 점유율 : 2022년 하반기 9% 수준으로 올라설 것



자료: BNEF, SNE, 유안타증권 리서치센터

표 2. SK-On(주) 배터리부문 실적 전망 : 2022~2024년 연평균 EBITDA 1.1 조원

구	분	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2030년	2035년	2040년	2050년	2060년
[기초 시장 가정] 자료 : BNEF 2021, NEA2021, 유안타증권 리서치센터													
글로벌 자동차 판매량	만대	7,283	7,705	8,083	8,414	8,625	8,832	9,026	9,592	9,942	9,696	9,292	9,385
	성장률	-12.9%	5.8%	4.9%	4.1%	2.5%	2.4%	2.2%	1.2%	0.3%	-0.9%	0.1%	0.1%
전기차 판매량(EV/PHEV)	만대	310	589	836	1,045	1,338	1,713	2,090	4,016	6,520	8,481	8,363	8,447
	성장률	46.9%	90.0%	42.0%	25.0%	28.0%	28.0%	22.0%	15.0%	7.0%	5.0%	3.9%	1.2%
전기차 판매비중	%	4.3%	7.6%	10.3%	12.4%	15.5%	19.4%	23.2%	41.9%	65.6%	80.0%	90%	90%
글로벌 배터리 수요(1+2+3)	GW	257	426	606	797	1,059	1,346	1,640	3,209	5,432	7,105	6,924	7,234
	성장률	38.9%	65.8%	42.2%	31.5%	32.9%	27.2%	21.8%	17.5%	7.9%	4.9%	3.9%	1.2%
전고체 전지 도입으로, 분리막 시장 역성장 반영													
[SK이노베이션 배터리 실적 전망]													
매출액	(억원)	16,102	30,398	63,260	97,376	129,594	170,861	202,898	347,592	543,264	644,761	635,763	627,352
[부문별 매출액]													
판매량	GW	10.7	20.3	43.0	71.5	100.1	138.9	173.7	354	612	804	793	782
SK이노베이션(주)의 글로벌 비중	%	6.5%	6.3%	9.0%	11.0%	11.5%	12.0%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Capax(연평균)	GW	12	32	62	89	138	210	270	556	838	1,033	1,114	1,016
한국	GW	5	5	5	5	5	5	5					
중국	GW	8	28	48	48	68	68	68					
미국	GW		5	10	27	52	92	122					
유럽	GW	8	8	17	22	52	82	102					
계(연말기준)	GW	20	45	79	100	175	245	295	602	860	1,052	1,129	1,021
영업이익	(억원)	- 4,265	- 6,827	- 1,753	1,398	2,278	5,766	- 13	12,512	23,959	28,435	28,038	42,615
	영업이익률	-26.5%	-22.5%	-2.8%	1.4%	1.8%	3.4%	0.0%	4%	4%	4%	4%	7%
EBITDA	(억원)	- 2,932	- 3,333	4,926	11,088	17,206	28,549	28,270	66,999	104,243	126,610	133,668	138,257
금융비용	(억원)	256	643	241	0	467	1,113	1,427	1,618	- 2,094	- 9,758	- 30,401	- 49,456
	순차입금(평균조달금리 2.5%)	10,223	25,724	- 9,634	10	18,679	44,520	57,096	64,729	- 83,762	- 390,324	- 1,216,048	- 1,978,241
※2021.10월 분사로, 순현금 2.4조원에서 시작													
순이익	(억원)	- 3,435	- 5,677	- 1,149	1,062	1,376	3,536	- 1,095	8,279	19,800	29,027	44,414	69,974

자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 배터리 경쟁사 실적 및 EV/EBITDA 지표 비교 : 2022 ~ 2023년 기준 EV/EBITDA 13 ~ 39 배

구분	2021년(e)				2022년(e)				2023년(e)			
	CATL	삼성SDI	LG에너지솔루션	SK온	CATL	삼성SDI	LG에너지솔루션	SK온	CATL	삼성SDI	LG에너지솔루션	SK온
	중국	한국	한국	한국	중국	한국	한국	한국	중국	한국	한국	한국
	LFP 등 배터리	배터리, OLED 소형, 중대형 배터리	배터리	전기자 배터리	LFP 등 배터리	배터리, OLED 소형, 중대형 배터리	배터리	전기자 배터리	LFP 등 배터리	배터리, OLED 소형, 중대형 배터리	배터리	전기자 배터리
[손익항목]												
매출액	205,089	138,187	164,204	30,398	342,338	170,422	232,935	63,260	498,621	206,448	279,791	97,376
영업이익	26,741	12,096	8,871	6,827	48,755	16,858	11,540	1,753	70,409	21,378	17,347	1,398
영업이익률	13.0%	8.8%	5.4%	-22.5%	14.2%	9.9%	5.0%	-2.8%	14.1%	10.4%	6.2%	1.4%
EBITDA	38,012	24,401	22,518	3,333	67,549	31,206	32,517	4,926	98,905	38,181	43,553	11,088
순이익	23,455	11,883	5,706	5,677	36,184	15,294	9,695	1,149	52,421	19,229	14,141	1,062
[재무항목]												
자산	401,145	242,361	137,476		509,163	270,339	276,126		650,276	302,273	308,643	
부채	249,790	89,994	64,397		323,117	102,958	91,352		414,049	115,071	109,728	
순자산	32,558	57,693	46,661	25,724	41,724	66,255	48,664	9,634	18,786	76,908	50,392	10
자기자본	151,041	149,719	73,079		185,732	165,918	184,774		235,914	186,269	198,915	
[EV/EBITDA 배율]												
EV(Enterprise Value, A=a+b)	2,623,719	466,154	654,535		2,632,884	474,716	1,133,036	132,301	2,609,947	485,369	1,131,308	222,561
시총액(2022.1월 말, a)	2,591,160	408,461	600,000		2,591,160	408,461	1,181,700	141,935	2,591,160	408,461	1,181,700	222,551
순자산입금(b)	32,558	57,693	54,535		41,724	66,255	48,664	9,634	18,786	76,908	50,392	10
EBITDA(B)	38,012	24,401	22,518		67,549	31,206	32,517	4,926	98,905	38,181	43,553	11,088
EV/EBITDA (C=A/B)	69.0	19.1	29.1		39.0	15.2	34.8	26.9	26.4	12.7	26.0	20.1
발행주식수	2,330,851,000	68,764,530	200,000,000	400,000,000	2,330,851,000	68,764,530	234,000,000	400,000,000	2,330,851,000	68,764,530	234,000,000	400,000,000
주가(2022.1.27일)	111,168	594,000	300,000	비상장	111,168	594,000	505,000	비상장	111,168	594,000	505,000	비상장

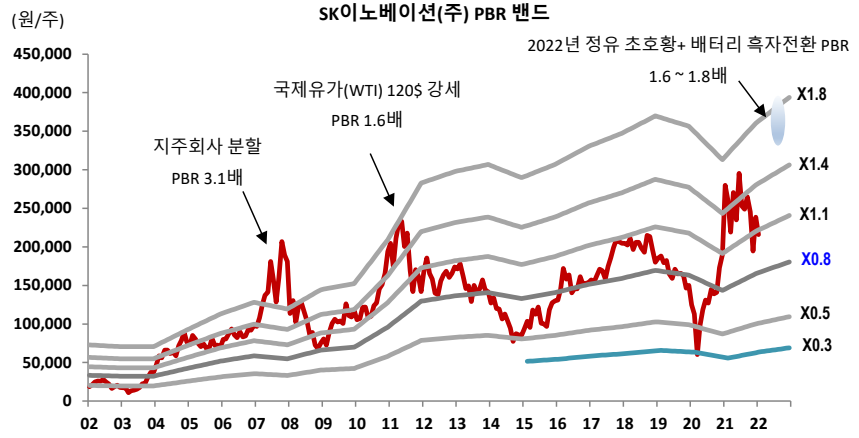
주 : CATL(宁德时代), BYD(比亚迪) 지표를 원화로 환산한 환율은 2022년 1월 말 기준임
 자료 : Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

표 4. Sum-of-the-parts 로 계산된 SK 이노베이션(주) 적정주가 : 보수적 22 만원, 중립적 29 만원, 낙관적 41 만원(배터리 EV/EBITDA 21 배, 지주사 할인율 해소)

구분	기준일 (2022.1월)	주요 내역								
		사업 부문	지분율	영업이익(억원)	평가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	(참고)	할인율	적정사업가치(억원)
(+) 영업자산가치 (억원)	420,799	(지주사 할인 해소)								
		정유부문	100%	6,229	3,051	9,280	8.5	←호황사이클 반영	20%	63,104
		석화부문	100%	9,859	1,548	11,407	4.5	←불황사이클 반영	20%	41,065
		화학유류부문	80%	5,495	818	6,313	11.5	←호황사이클 반영	20%	34,848
		자원개발부	100%	443		443	16.8		20%	5,958
		배터리	100%	3,011	9,195	12,205	21.0	←2023~2024년 SDI와 CATL 평균	50%	128,157
		분리막	61%	4,445	2,438	6,883	21.0		50%	44,232
		(배터리+분리막 합산)	중립 평가	7,456	11,633	19,089	21.0	중립(지주사할인 적용)→	50%	172,380
		가장 보수적	7,456	11,633	19,089	14.0	보수적(SDI밸류+지주사할인)→	50%	114,927	
		가장 낙관적	7,456	11,633	19,089	21.0	낙관적(지주사할인 해소)→	20%	275,824	
합계	중립 평가					중립(지주사할인 적용)→		317,965		
	가장 보수적					보수적(SDI밸류+지주사할인)→		259,902		
	가장 낙관적					낙관적(지주사할인 해소)→		420,799		
(+) 투자자산가치 (억원)	37,035	투자자산 구성	지분율	순자산(2021년)	PBR(배)		적정가치(억원)		비고	
		Sinopec SK 우한	35%	10,500	0.5		5,250	중국 NCC업체		
		대한송유관공사	41%	3,127	0.5		1,564	국내 원유수송		
		전력비축유		677만배럴	배럴당 805		6,391			
		기타		21,661	0.5		10,831			
		페루광구		7,000	1.9		13,000	페루 천연가스 광구		
		합계					37,035			
		(-) 순차입금 (억원)	116,871	현금성자산	86,273	기준 보유현금 7.5조원 + 유틸유 40% 지분매각 1.1조원 + 주유소매각/서린빌딩 매각 1.0조원				
				(-) 총차입금	156,084	장단기차입금 15.6조원				
				(-) 탄소배출부담	45,188	연간배출량(톤)	탄소가격(\$/톤)	환율	연간 사회적부담액	WACC
				11,788,090	25	1150	3,389	7.50%	45,188	
[2020년 사업보고서]	연간배출량			지분율	지분기준 배출량					
본사	194,294			100%	194,294					
SK에너지	6,920,461			100%	6,920,461					
SK루브리컨츠	147,072			60%	88,243					
SK이앤에너지	129,486			61%	79,245					
보통주 주주가치(A, 억원)	340,963									
보수적(SDI밸류+지주사할인)→	180,066									
중립(지주사할인 적용)→	237,529									
발행주식수(B, 주)	22,335,487									
보통주 1주당 가치(원/주)	410,000									
보수적(SDI밸류+지주사할인)→	220,000									
중립(지주사할인 적용)→	290,000									

자료: 유안타증권 리서치센터

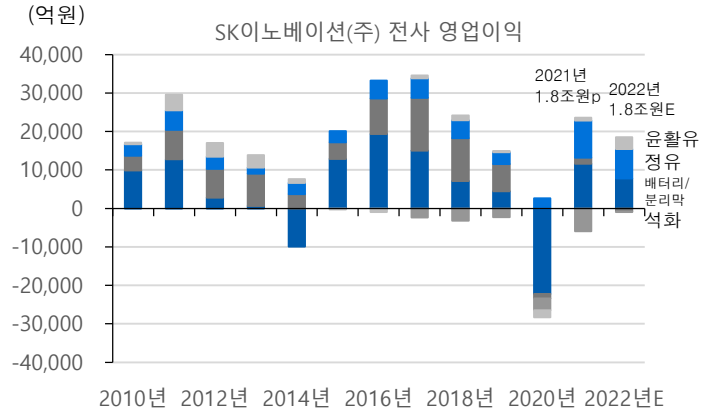
그림 6. SK이노베이션주의 PBR 밴드 : 2022년 정유 호황 + 2022년 배터리 할인 해소 = PBR 1.8 배 도전



자료: 유안타증권 리서치센터

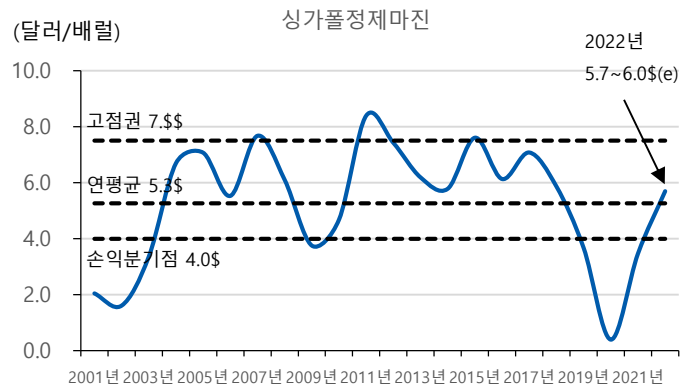
Key Chart

전사 영업이익 전망



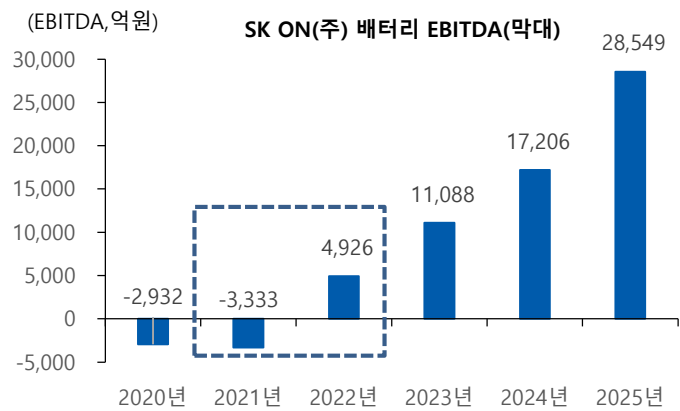
자료: 유안타증권 리서치센터

싱가폴정제마진 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

배터리 EBITDA 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	493,069	341,645	468,429	603,972	486,896
매출원가	463,439	346,430	428,117	566,176	453,900
매출총이익	29,630	-4,784	40,313	37,796	32,996
판매비	18,494	20,904	22,657	20,186	16,476
영업이익	11,136	-25,688	17,656	17,610	16,520
EBITDA	23,219	-12,018	32,818	34,225	33,329
영업외손익	-6,131	-3,010	-9,232	304	-850
외환관련손익	-1,106	522	-1,798	264	624
이자손익	-2,427	-2,956	-3,395	-3,444	-3,348
관계기업관련손익	542	-286	5,745	3,037	2,922
기타	-3,140	-291	-9,784	447	-1,049
법인세비용차감전순손익	5,005	-28,698	8,424	17,914	15,670
법인세비용	2,556	-6,281	3,329	4,349	3,748
계속사업순손익	2,449	-22,417	5,095	13,565	11,922
중단사업순손익	-1,792	950	525	0	0
당기순이익	658	-21,467	5,620	13,565	11,922
지배지분순이익	-357	-21,728	3,129	12,731	11,600
포괄순이익	1,506	-24,572	12,066	13,565	11,922
지배지분포괄이익	503	-24,849	9,286	12,731	11,600

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	18,258	28,508	-2,096	43,595	47,485
당기순이익	658	-21,467	5,620	13,565	11,922
감가상각비	10,830	12,396	14,189	15,654	15,940
외환손익	203	-955	1,271	-264	-624
중속, 관계기업관련손익	-573	277	-4,355	-3,037	-2,922
자산부채의 증감	5,353	42,721	-24,490	13,394	18,909
기타현금흐름	1,788	-4,464	5,669	4,283	4,260
투자활동 현금흐름	-31,668	-41,287	-45,817	-28,083	-27,681
투자자산	-5,891	-1,766	-22,998	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-25,766	-37,631	-30,446	-29,600	-29,600
유형자산 감소	796	59	7,508	0	0
기타현금흐름	-807	-1,949	119	1,517	1,919
재무활동 현금흐름	16,861	21,447	65,694	44,837	42,364
당기차입금	9,770	4,177	-3,137	-413	-1,538
사채 및 장기차입금	21,088	22,443	27,900	954	2,128
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-10,040	-1,493	-445	-864	-3,372
기타현금흐름	-3,959	-3,680	41,376	45,159	45,146
연결범위변동 등 기타	253	-1,222	-23,813	-58,393	-58,676
현금의 증감	3,704	7,447	-6,033	1,956	3,491
기초 현금	18,256	21,960	29,407	23,374	25,330
기말 현금	21,960	29,407	23,374	25,330	28,821
NOPLAT	11,136	-25,688	17,656	17,610	16,520
FCF	-7,508	-9,123	-32,542	13,995	17,885

자료: 유안타증권

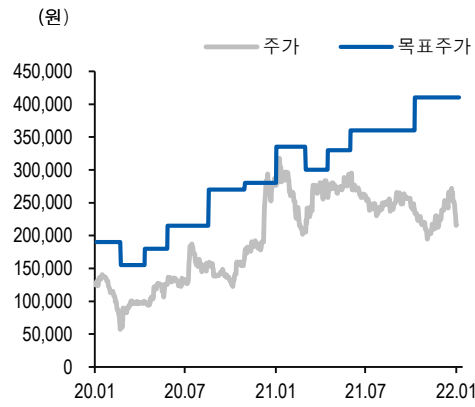
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	173,536	132,951	219,945	218,343	206,473
현금및현금성자산	21,960	29,407	23,374	25,330	28,821
매출채권 및 기타채권	50,169	30,404	57,372	55,954	49,704
재고자산	64,952	38,784	78,378	76,237	67,126
비유동자산	221,809	252,031	272,512	288,534	304,247
유형자산	154,175	178,782	190,703	204,649	218,308
관계기업 등 지분관련자산	34,951	38,655	43,927	46,964	49,886
기타투자자산	8,186	4,459	5,728	5,728	5,728
자산총계	395,345	384,981	492,457	506,876	510,719
유동부채	104,572	110,148	133,817	69,844	83,203
매입채무 및 기타채무	76,450	73,806	103,716	102,490	95,792
단기차입금	11,320	15,303	12,843	12,431	10,892
유동성장기부채	13,786	17,088	9,794	-52,541	-30,946
비유동부채	108,640	120,248	171,485	234,773	215,306
장기차입금	16,672	26,594	35,448	35,228	34,979
사채	71,765	79,710	109,383	172,891	153,672
부채총계	213,213	230,397	305,302	304,617	298,508
지배지분	174,681	145,400	171,866	184,179	192,853
자본금	4,686	4,686	4,686	4,686	4,686
자본잉여금	57,658	59,419	76,583	76,583	76,583
이익잉여금	121,752	98,913	102,201	114,514	123,188
비지배지분	7,451	9,185	15,289	18,080	19,358
자본총계	182,132	154,585	187,156	202,259	212,211
순차입금	76,510	97,554	111,933	110,519	107,617
총차입금	122,930	147,805	181,392	181,933	182,522

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-428	-23,498	3,384	13,721	12,504
BPS	198,025	173,957	205,621	220,352	230,729
EBITDAPS	24,777	-12,825	35,019	36,521	35,565
SPS	526,143	364,562	499,850	644,484	519,555
DPS	3,000	0	0	3,500	3,000
PER	-397.1	-5.7	67.2	15.7	17.3
PBR	0.9	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.4	-19.2	10.3	9.6	9.9
PSR	0.3	0.4	0.5	0.3	0.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-9.1	-30.7	37.1	28.9	-19.4
영업이익 증가율 (%)	-47.0	적전	흑전	-0.3	-6.2
지배순이익 증가율 (%)	적전	적전	흑전	306.9	-8.9
매출총이익률 (%)	6.0	-1.4	8.6	6.3	6.8
영업이익률 (%)	2.3	-7.5	3.8	2.9	3.4
지배순이익률 (%)	-0.1	-6.4	0.7	2.1	2.4
EBITDA 마진 (%)	4.7	-3.5	7.0	5.7	6.8
ROIC	2.6	-9.8	4.9	5.4	4.9
ROA	-0.1	-5.6	0.7	2.5	2.3
ROE	-0.2	-13.6	2.0	7.2	6.2
부채비율 (%)	117.1	149.0	163.1	150.6	140.7
순차입금/자기자본 (%)	43.8	67.1	65.1	60.0	55.8
영업이익/금융비용 (배)	3.3	-7.3	4.6	4.5	4.3

SK 이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-02-03	BUY	410,000	1년		
2021-11-05	BUY	410,000	1년		
2021-06-28	BUY	360,000	1년	-29.50	-17.92
2021-05-13	BUY	330,000	1년	-16.33	-11.06
2021-03-29	BUY	300,000	1년	-13.01	-5.50
2021-01-29	BUY	335,000	1년	-22.55	-5.22
2020-11-26	BUY	280,000	1년	-20.44	5.00
2020-09-14	BUY	270,000	1년	-46.21	-39.44
2020-06-23	BUY	215,000	1년	-32.58	-13.02
2020-05-08	BUY	180,000	1년	-36.52	-29.17

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	92.7
Hold(중립)	7.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-01-26

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet

산업재/소재/자동차 산업내 순위	13위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+7점
E (Environment)	+2점
S (Social)	+1점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+3점

ESG 평가 기업	SK 이노베이션
ESG 평가 날짜	2021 / 11 / 08
Bloomberg Ticker	096770 KS
Industry	정유/화학
Analyst	황규원
Analyst Contact	kyuwon.hwang@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
SK 이노베이션	2	1	1	4
LG 화학	2	3	3	8
SK 아이이테크놀로지	4	3	-1	6
S-Oil	-3	3	3	3
롯데케미칼	2	3	1	6
한화솔루션	2	-1	1	2
SKC	-4	1	1	-2
평균	2	2	1	4

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 SK 이노베이션 포함 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

+4	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	S&P: DJSI Korea, Asia Pacific, World 4년 연속 편입, 서스틴베스트(2020): ESG 전체등급 AA
+1	한국기업지배구조원(2020) ESG 통합등급 A
+1	한국경영인인증원(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
-1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
-1	성장 동력인 배터리부문을 자회사로 물적분할 하면서, 향후 배터리 지분 희석화 우려가 커지고 있음 일반 주주 입장에서는 SK 이노베이션 성장가치가 줄어들 수 있음

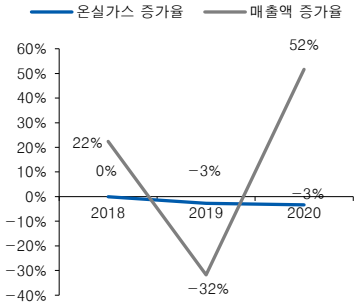
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-



Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

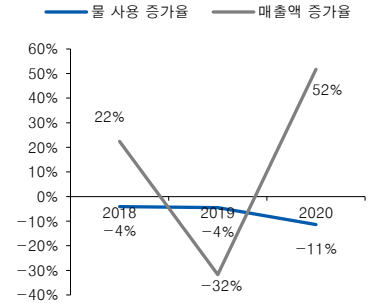


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

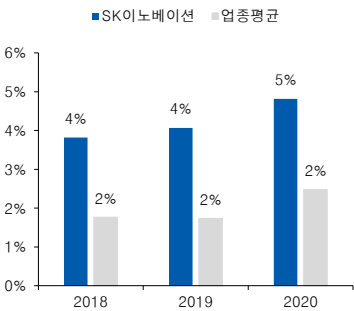


주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

Social

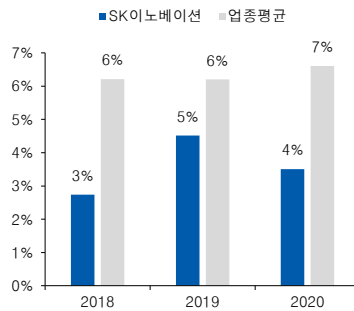


여성임원비율 vs. 업종 평균



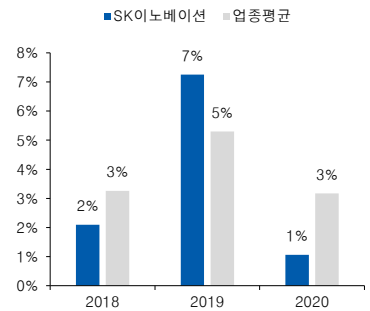
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

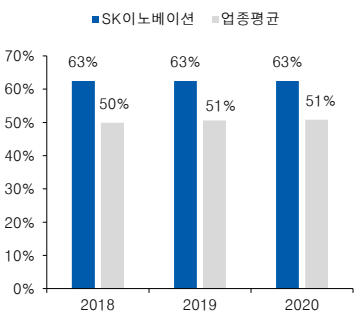


주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

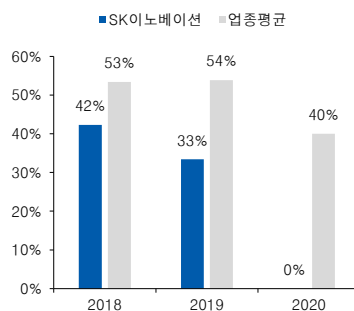


사외이사 비율 vs. 업종 평균



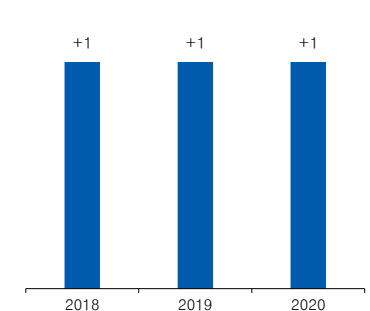
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.