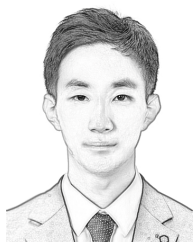


SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sk.com

02-3773-8477

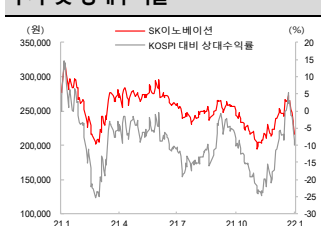
Company Data

자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	1,013 만주
액면가	5,000 원
시가총액	20,204 십억원
주요주주	
SK(외6)	33.41%
자사주	10.95%
외국인지분률	24.00%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/02/03)	218,500 원
KOSPI	2707.82 pt
52주 Beta	1.27
52주 최고가	317,500 원
52주 최저가	194,500 원
60일 평균 거래대금	124 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.4%	8.4%
6개월	-17.1%	0.8%
12개월	-21.9%	-10.0%

SK 이노베이션 (096770/KS | 매수(유지) | T.P 290,000 원(하향))

일회성 반영 후, 한 보 빠르게

4Q 영업이익은 -474 억원을 기록해 컨센서스를 하회. 정유는 정제마진의 개선에도 일회성 비용 반영으로 소폭 감익. 화학/운활기유는 spread 하락이 반영. 배터리 및 소재도 공장 초기비용이 발생. SK 온 성장세는 유효. 4분기 배터리 매출 QoQ는 +30% 기록. 올해 헝가리, 미국 신규 공장 가동으로 양적 성장 지속될 전망. Valuation은 SOTP 사용해 기업가치 32 조원을 부여. 목표주가는 290,000 원, 투자 의견은 매수를 유지함

정유 업황 누른 일회성

4분기 매출액과 영업손실은 각각 13.7 조원, 474 억원을 기록해 컨센서스(6,893 억원)를 하회했다. 일회성 비용 약 3,100 억원이 실적에 부담으로 작용했다. 자사주 지급(1,700 억원) + 유류세(800 억원) + 배터리/소재 부문 초기 비용(600 억원)에 쓰였다. 정유 업황 자체는 우호적이었다. 복합정제마진은 3분기 \$4/bbl → 4분기 평균 \$6.8/bbl 까지 올라왔다. 다만, 임직원 자사주 지급 등 일회성 비용(2,828 억원)이 반영되며 전분기 대비 감익 했다. 반면, 화학은 PX/Benzene spread 부진에 적자, 운활기유는 글로벌 수급 완화에 spread 줄어들며 QoQ 감익했다.

기다리는 SK 온

배터리의 4분기 실적은 매출액 1 조원을 기록 QoQ +30% 성장세를 시현했다. 손익 측면에서는 소재 비용의 증가, 공장 초기비용 여파 등에 부진했다. 그럼에도 SK 온 자체의 성장성에는 변함은 없다. 높아진 소재 가격(비연동)이 수익성 확보 시기에 대한 불확실성 부여가 가능하나 올해 1분기 헝가리, 미국의 신규 공장 가동으로 매출의 양적 성장은 지속될 전망이다. CAPA는 '21 40Gwh → 올해 말 77Gwh로 확대 예정이다.

투자 의견 매수, 목표주가 31 만원 → 29 만원 하향

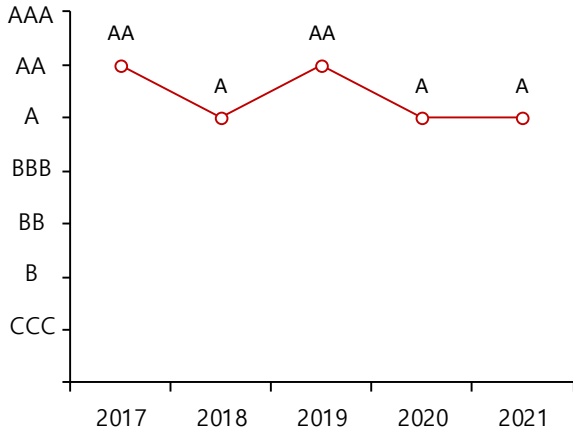
견조한 정유 본업과 배터리 성장이 매력적이다. 투자 의견은 매수를 유지한다. Valuation은 운활기유와 화학 부문의 실적 추정치 하향을 반영해 SOTP 적용 EV를 34 조원에서 32 조원으로 낮추고 목표주가는 31 만원에서 29 만원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	54,217	49,307	34,165	46,843	54,187	51,122
yoy	%	17.5	-9.1	-30.7	37.1	15.7	-5.7
영업이익	십억원	2,103	1,114	-2,569	1,766	1,760	1,999
yoy	%	-34.7	-47.1	적전	흑전	-0.3	13.6
EBITDA	십억원	3,030	2,322	-1,202	3,862	4,591	5,258
세전이익	십억원	2,387	501	-2,870	842	1,574	1,735
순이익(지배주주)	십억원	1,651	-36	-2,173	313	1,046	1,167
영업이익률%	%	3.9	2.3	-7.5	3.8	3.3	3.9
EBITDA%	%	5.6	4.7	-3.5	8.2	8.5	10.3
순이익률	%	3.1	0.1	-6.3	1.1	2.3	2.7
EPS(계속사업)	원	17,480	1,530	-24,199	2,784	10,598	11,895
PER	배	10.3	98.0	N/A	85.7	20.4	18.2
PBR	배	0.9	0.8	1.2	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	7.1	9.7	-23.8	8.9	7.4	6.8
ROE	%	9.1	-0.2	-13.6	2.0	5.8	6.0
순차입금	십억원	3,454	7,665	9,781	9,742	11,359	12,931
부채비율	%	87.0	117.1	149.0	152.8	167.0	167.5

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)	562	A-	54.3
사회(Social)	48.5	A-	63.2
지배구조(Governance)	54.6	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. 이번 CES에서도 폐플라스틱 재활용에서부터 차세대 배터리 등 친환경 방향성을 제시

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) 정제마진 누른 일회성

4분기 정유 본업은 펀더멘털은 견조했다. 12월 유가 조정에 재고 효과는 다소 미진했으나 정제마진의 상향이 우호적이었다. 다만, 임직원 자사주 지급 등 일회성 비용(2,828 억원)으로 인해서 전분기 대비 소폭 감익 됐다. 화학은 일회성 비용과 함께 PX/Benzene 의 spread 약세가 부담으로 작용했다. 반면, 윤활기유는 이익률 26%로 3분기 (36%) 대비 부진했으나 절대적인 레벨 자체는 과거 대비 높게 유지됐다.

(2) 정제마진의 능선

복합정제마진은 약 \$7~8/bbl 부근에서 움직이고 있다. 가솔린-Dubai 유 spread는 약 \$16/bbl로 지난 계절적 강세 시점 보다는 안정화 되었으나 '19년 평균보다는 여전히 높다. 반면, 등/경유도 '19년 평균 이상이고, '19년 MAX 약 \$18/bbl에 근접해 있다는 점에서 정제마진은 능선의 상단에 가까워졌다고 평가한다. 유가의 타이트함이 긍정적이나 정제마진의 추가 상승 여력이 축소되고 있다는 점은 중장기 부담일 전망이다.

(3) 기다리는 SK 온

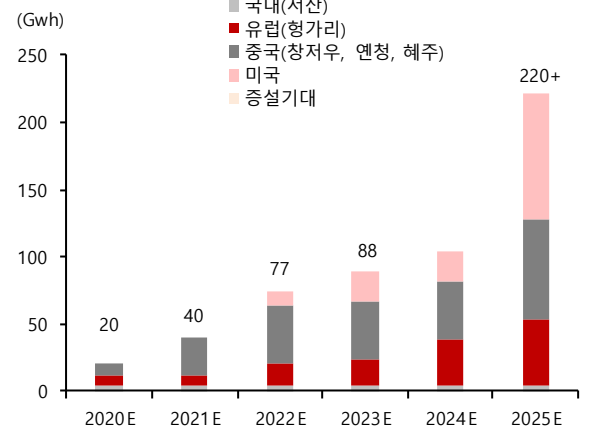
배터리 부문의 4분기 실적은 소재 비용의 증가, 공장 초기 비용 여파 등에 부진했다. 그럼에도 SK 온 자체의 성장성에는 변함은 없다. 높아진 소재 가격(비연동)이 수익성 확보 시기에 대한 불확실성 부여가 가능하나 올해 1분기 헝가리, 미국의 신규 공장 가동으로 매출의 성장은 지속될 전망이다. 동시에 점진적인 수익성 개선을 기대한다.

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	9,404	11,253	12,464	13,721	83.0%	10.1%	34,165	46,843	54,188
영업이익	-285	584	556	673	-47	적지	적전	-2,569	1,766	1,760
영업이익률	-3.8%	6.2%	4.9%	5.4%	-0.3%	3.5%	-5.7%	-7.5%	3.8%	3.2%
세전이익	-275	-528	648	736	-95	적지	적전	-2,870	842	1,574
세전이익률	-3.7%	-5.6%	5.8%	5.9%	-0.7%	3.0%	-6.6%	-8.4%	1.8%	2.9%
지배순이익	-239	-376	203	426	77	흑전	-81.9%	-2,173	313	1,046
지배주주순이익률	-3.2%	-4.0%	1.8%	3.4%	0.6%	3.8%	-2.9%	-6.4%	0.7%	1.9%
사업부별 매출액										
정유	4,769	5,876	7,247	7,876	8,598	80.3%	9.2%	22,638	29,597	34,405
화학	1,619	2,062	2,344	2,563	2,574	59.0%	0.4%	7,054	9,543	8,829
윤활유	652	636	763	912	1,040	59.5%	14.0%	2,371	3,351	2,878
석유개발	14	189	153	193	347	2377.9%	80.2%	243	882	1,310
배터리	497	526	630	817	1,067	114.5%	30.6%	1,610	3,040	6,218
소재/기타	-169	114	116	104	96	흑전	-7.9%	248	430	547
사업부별 영업이익										
정유	-193	416	233	291	222	흑전	-23.7%	-2,223	1,162	1,138
이익률	-4.0%	7.1%	3.2%	3.7%	2.6%	6.6%	-1.1%	-9.8%	3.9%	3.3%
화학	-46	118	168	84	-209	적지	적전	-121	162	87
이익률	-2.8%	5.7%	7.2%	3.3%	-8.1%	-5.3%	-11.4%	-1.7%	1.7%	1.0%
윤활유	125	137	227	329	268	113.9%	-18.6%	262	961	479
이익률	19.2%	21.5%	29.7%	36.1%	25.8%	6.6%	-10.3%	11.1%	28.7%	16.6%
석유개발	2	93	53	71	112	6893.8%	58.7%	52	329	392
이익률	11.4%	49.2%	34.7%	36.6%	32.3%	20.8%	-4.4%	21.4%	37.3%	29.9%
배터리	-109	-177	-98	-99	-310	적지	적지	-426	-683	-271
이익률	-21.9%	-33.6%	-15.5%	-12.1%	-29.0%	-7.2%	-17.0%	-26.5%	-22.5%	-4.4%
소재/기타	-104	-3	-27	-4	-130	적지	적지	-113	-164	-65

자료: SK 이노베이션, SK 증권 추정 / 주: E&P 실적 조정 소급적용은 '21에만 반영

추정치 변경

(단위: 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	46,724	48,981	46,843	54,188	0.3%	10.6%
영업이익	2,431	2,275	1,766	1,760	-27.4%	-22.6%
영업이익률	5.2%	4.6%	3.8%	3.2%	-1.4%	-1.4%
세전이익	1,718	2,098	842	1,574	-51.0%	-25.0%
세전이익률	3.7%	4.3%	1.8%	2.9%	-1.9%	-1.4%
지배순이익	919	1,421	313	1,046	-65.9%	-26.4%
지배주주순이익률	2.0%	2.9%	0.7%	1.9%	-1.3%	-1.0%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

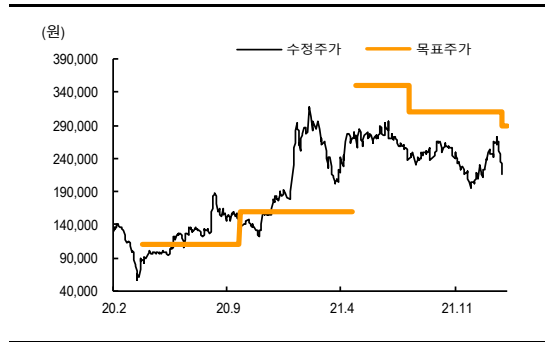
SOTP Valuation

(단위: 십억원)

사업부	12M Fwd EBITDA	Target EV/EBITDA	Fair Value	비고
정유	2,084	5.0	10,482	국내외 정유사
화학	675	3.0	2,043	국내 주요 정유/화학사
윤활유	586	5.0	2,949	국내외 정유사
E&P	402	5.0	2,021	국내외 정유사
배터리	680	27	11,202	국내외 동종업계 평균 (CATL, SDI, LGES, Pana 컨센) * 40% 할인
소재			3,011	SKIET 시총 * 지분율(61.2%) * 40% 할인 <2022-1-28 기준>
추정 Enterprise Value(A)			31,708	
순부채(B)			9,329	3Q21
우선주 시가총액(C)			167	2022-01-28 기준
관계주식(D)			1,466	3Q21
보통주 유통 주식수(천주)(E)			82,335	
추정 금액(원) [(A-B-C+D)/E]			287,589	
Target price(원)			290,000	
현 주가(원)			218,500	2022-02-03 기준
Upside(%)			33%	

자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.03	매수	290,000원	6개월		
2021.11.01	매수	310,000원	6개월	-23.02%	-12.26%
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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 2월 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 (2022년 2월 3일 기준)

매수	92.98%	중립	7.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	17,354	13,295	19,907	24,106	25,759
현금및현금성자산	2,196	2,941	4,237	6,820	9,147
매출채권및기타채권	4,888	2,920	4,003	4,631	4,369
재고자산	6,495	3,878	5,318	6,151	5,803
비유동자산	22,181	25,203	29,353	32,845	36,232
장기금융자산	819	446	573	573	573
유형자산	15,418	17,878	20,301	23,096	25,761
무형자산	1,173	1,224	1,382	1,369	1,358
자산총계	39,535	38,498	49,259	56,951	61,991
유동부채	10,457	11,015	13,646	15,305	14,612
단기금융부채	2,525	3,265	3,033	3,033	3,033
매입채무 및 기타채무	5,458	4,780	6,553	7,581	7,152
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	10,864	12,025	16,128	20,313	24,200
장기금융부채	9,782	11,541	15,555	19,755	23,655
장기매입채무 및 기타채무	6	12	12	12	12
장기충당부채	144	146	208	198	189
부채총계	21,321	23,040	29,774	35,617	38,813
지배주주지분	17,468	14,540	17,187	18,807	20,423
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,942	7,658	7,658	7,658
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	10,221	11,225	12,225
비지배주주지분	745	918	2,298	2,527	2,756
자본총계	18,213	15,458	19,485	21,334	23,178
부채외자본총계	39,535	38,498	49,259	56,951	61,991

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	2,027	3,078	2,568	4,417	4,965
당기순이익(손실)	66	-2,147	509	1,246	1,367
비현금성항목등	1,955	1,143	2,446	3,398	3,943
유형자산감가상각비	1,083	1,240	1,994	2,705	3,134
무형자산감가상각비	125	127	102	126	125
기타	234	-444	212	-100	-100
운전자본감소(증가)	535	4,272	132	155	75
매출채권및기타채권의 감소(증가)	294	1,817	-711	-628	262
재고자산감소(증가)	-67	2,635	-1,341	-834	348
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	236	-2,679	681	1,027	-429
기타	73	2,500	1,504	588	-106
법인세납부	-529	-190	-519	-381	-420
투자활동현금흐름	-3,017	-3,982	-6,568	-5,507	-5,776
금융자산감소(증가)	12	370	-2,560	0	0
유형자산감소(증가)	-2,497	-3,757	-4,278	-5,500	-5,800
무형자산감소(증가)	-167	-114	-114	-114	-114
기타	-365	-481	383	106	137
재무활동현금흐름	1,335	1,771	5,189	3,674	3,138
단기금융부채증가(감소)	977	418	-417	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,915	2,020	3,109	4,200	3,900
자본의증가(감소)	0	-496	0	0	0
배당금의 지급	-1,004	-149	-19	-41	-168
기타	-553	-22	2,516	-485	-594
현금의 증가(감소)	370	745	1,296	2,583	2,327
기초현금	1,826	2,196	2,941	4,237	6,820
기말현금	2,196	2,941	4,237	6,820	9,147
FCF	-1,310	-160	-1,545	-1,294	-1,065

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	49,307	34,165	46,843	54,187	51,122
매출원가	46,344	34,643	42,673	49,857	46,699
매출총이익	2,963	-478	4,170	4,330	4,423
매출총이익률 (%)	6.0	-1.4	8.9	8.0	8.7
판매비와관리비	1,849	2,090	2,238	2,571	2,425
영업이익	1,114	-2,569	1,766	1,760	1,999
영업이익률 (%)	2.3	-7.5	3.8	3.3	3.9
비영업손익	-613	-301	-738	-185	-264
순금융비용	243	296	326	379	457
외환관련손익	-111	52	10	10	10
관계기업투자등 관련손익	54	-29	449	83	83
세전계속사업이익	501	-2,870	842	1,574	1,735
세전계속사업이익률 (%)	1.0	-8.4	1.8	2.9	3.4
계속사업법인세	256	-628	571	381	420
계속사업이익	245	-2,242	457	1,193	1,315
중단사업이익	-179	95	53	53	53
*법인세효과	55	-252	55	0	0
당기순이익	66	-2,147	510	1,246	1,367
순이익률 (%)	0.1	-6.3	1.1	2.3	2.7
지배주주	-36	-2,173	313	1,046	1,167
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.07	-6.36	0.67	1.93	2.28
비지배주주	102	26	196	200	200
총포괄이익	151	-2,457	1,154	1,890	2,012
지배주주	50	-2,485	929	1,661	1,783
비지배주주	100	28	225	229	229
EBITDA	2,322	-1,202	3,862	4,591	5,258

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-9.1	-30.7	37.1	15.7	-5.7
영업이익	-47.1	적전	흑전	-0.3	13.6
세전계속사업이익	-79.0	적전	흑전	86.9	10.2
EBITDA	-23.4	적전	흑전	18.9	14.5
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	280.7	12.2
수익성 (%)					
ROE	-0.2	-13.6	2.0	5.8	6.0
ROA	0.2	-5.5	1.2	2.4	2.3
EBITDA마진	4.7	-3.5	8.2	8.5	10.3
안정성 (%)					
유동비율	166.0	120.7	145.9	157.5	176.3
부채비율	117.1	149.0	152.8	167.0	167.5
순차입금/자기자본	42.1	63.3	50.0	53.2	55.8
EBITDA/이자비용(배)	6.8	-3.4	10.0	9.5	8.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,530	-24,199	2,784	10,598	11,895
BPS	186,398	155,153	183,399	200,686	217,925
CFPS	12,512	-8,599	25,715	41,370	47,233
주당 현금배당금	3,000	0	500	2,000	2,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	127.8	N/A	114.1	25.7	22.9
PER(최저)	92.5	N/A	69.9	20.3	18.1
PBR(최고)	1.1	1.2	1.7	1.4	1.3
PBR(최저)	0.8	0.4	1.1	1.1	1.0
PCR	12.0	-22.1	9.3	5.2	4.6
EV/EBITDA(최고)	11.5	-23.9	10.8	8.6	7.8
EV/EBITDA(최저)	9.4	-13.5	7.9	7.4	6.8