



# BUY(Maintain)

목표주가: 350,000원

주가(3/8): 202,500원

시가총액: 187,243억원

### 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI(3/8)	2,622.40pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	297,500원	194,500원
등락률	-31.5%	4.1%
수익률	절대	상대
1M	-5.2%	-0.7%
6M	-19.5%	-2.9%
1Y	-15.4%	-3.4%

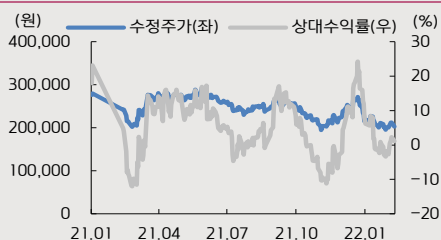
### Company Data

발행주식수	92,466천주
일평균 거래량(3M)	580천주
외국인 자본율	23.2%
배당수익률(22E)	0.8%
BPS(22E)	209,964원
주요 주주	SK 외 6인 33.4%

### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	34,549.9	46,842.9	57,434.5	52,963.6
영업이익	-2,420.3	1,754.2	2,713.3	3,027.0
EBITDA	-1,053.3	3,267.9	4,548.6	5,438.1
세전이익	-2,758.4	831.0	2,578.6	2,983.3
순이익	-2,146.7	501.0	1,856.6	2,147.9
지배주주지분순이익	-2,172.8	304.6	1,819.4	2,105.0
EPS(원)	-23,185	3,250	19,415	22,462
증감률(%YoY)	적전	흑전	497.3	15.7
PER(배)	-8.2	73.4	10.4	9.0
PBR(배)	1.2	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	-27.0	10.6	7.4	5.8
영업이익률(%)	-7.0	3.7	4.7	5.7
ROE(%)	-13.6	1.9	9.8	10.0
순부채비율(%)	63.3	51.0	57.0	41.1

### Price Trend



## 기업브리프

# SK이노베이션 (096770)

## 올해 1분기, 대규모 실적 턴어라운드 전망



SK이노베이션은 올해 6조원대의 Capex 투자가 전망되는 가운데, 매크로 환경 불확실성 증가, 페루 광구 매각 무산 등으로 인한 재무구조 악화 전망 등으로 최근 주가가 지지부진한 상황입니다. 다만 올해 석유사업, 배터리/소재부문의 실적 개선 및 작년 대규모 일회성 비용(소송) 제거에 따른 기저효과로 작년에 이어 올해도 실적 개선세가 클 전망입니다. 이에 예상 대비 올해 자금 부담이 크지 않을 것으로 판단됩니다.

### >>> 배터리주인가? 정유주인가?

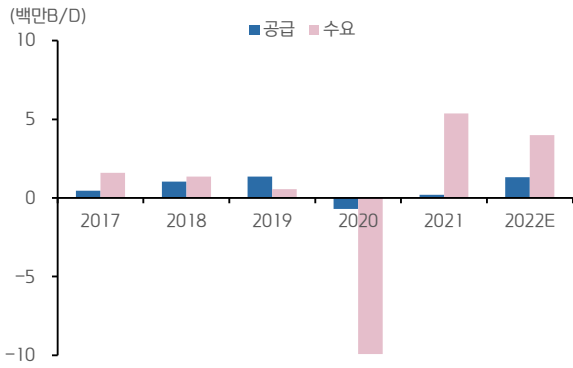
SK이노베이션은 정유주가 좋은 때는 배터리 주식으로, 배터리 섹터가 좋은 때는 정유 섹터로 평가받는 등 다소 역올한 주가 흐름이 지속되고 있다. 최근 매크로 환경이 불투명한 가운데, 메탈가격 상승에 따른 배터리부문 흑자 지연 및 향후 대규모 배터리부문 투자 증가로 인한 자금 부담 등이 고려되고 있기 때문이다. 특히 페루 정부 승인 획득 실패로 광구 매각이 무산된 점도 재무구조 악화 전망에 우려를 더한 것으로 보인다.

다만 올해 6조원대의 Capex 투자에도 불구하고, 동사의 올해 자금 부담은 크지 않을 전망이다. 작년에 대규모 실적 개선에도 불구하고, 올해도 실적 개선 폭이 클 것으로 예상되기 때문이다. 동사의 올해 연간 영업이익은 2.7조원으로 작년 대비 54.7% 증가하며, 시장 기대치를 크게 상회할 전망이다. 1) 유가 상승으로 재고 관련 이익이 크게 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 참고로 당 리서치센터의 정유사 생산능력에 따른 재고 비율 추정에 따르면, 유가가 배럴당 \$10 움직일 경우, 동사는 약 3,300억원의 재고평가손익이 변동한다. 2) 또한 올해는 작년 대비 석유제품 공급 순증이 크나, 유럽/중국의 공급 차질, BC유 가격의 상대적 약세 및 수요 증가로 역내 정제마진은 강세를 이어갈 전망이다. 3) 국내 경쟁사들은 올해 2분기에 대규모 정기보수를 진행하나, 동사는 No.1 CDU(6만B/D) 등의 부분 정기보수 진행으로 물량 훼손이 제한될 예상이며, 4) 배터리부문은 작년 증설한 중국 플랜트들의 운기 가동 및 올해 1분기 헝가리/미국 플랜트의 양산으로 인한 물량 증가와 규모의 경제 효과로 작년 대비 큰 폭의 적자 감소가 예상되기 때문이다. 또한 영업외단도 작년 약 1조원의 소송 비용 제거로 기저효과가 추가될 것으로 보인다.

### >>> 올해 1분기, 전 분기 대비 대규모 흑자전환 전망

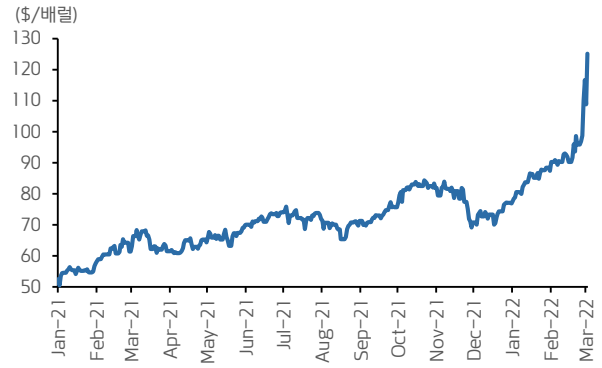
동사의 올해 1분기 영업이익은 7,134억원으로 전 분기 대비 대규모 흑자전환이 예상된다. 화학부문의 적자지속에도 불구하고, 성과급 등 일회성 비용이 제거될 것으로 전망되고, 유가/정제마진 강세 지속으로 석유사업의 실적 턴어라운드 전망되며, 유가/가스 가격 급등으로 석유개발 사업 실적의 추가적인 증익 전망되고, 배터리/분리막 등도 초기 가동 공장의 고정비 부담이 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 또한 동사는 수익성 극대화를 위하여 작년 연평균 67%에 불과하였던 SK에너지 CDU 가동률을 85% 이상을 끌어올린 점도 올해 1분기 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다.

세계 석유제품 공급/수요 순증 추이/전망



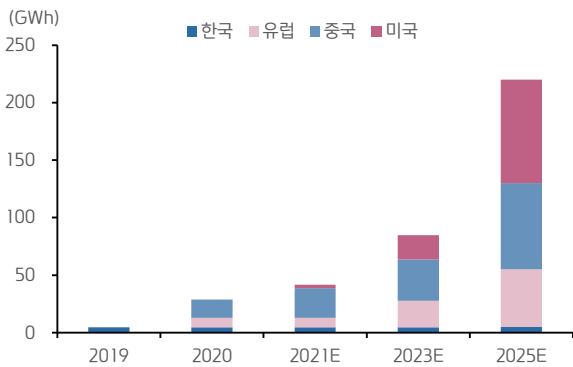
자료: FGE, EIA, 키움증권 리서치

국제유가(Dubai) 추이



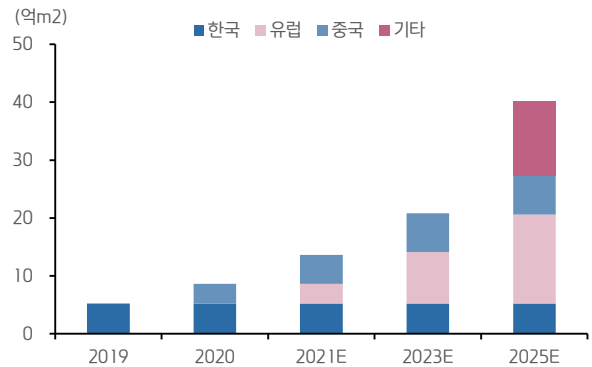
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

SK이노베이션 배터리 생산능력 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK아이이테크놀로지 분리막 생산능력 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 실적 전망

(십억원)	1Q21*	2Q21*	3Q21*	4Q21*	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020*	2021*	2022E
매출액	9,404	11,253	12,464	13,721	15,143	15,448	13,807	13,037	49,307	34,550	46,843	57,434
석유	5,877	7,247	7,876	8,598	9,829	10,118	8,451	7,517	35,368	22,638	29,597	35,916
화학	2,062	2,344	2,563	2,574	2,584	2,485	2,273	2,071	9,543	7,054	9,543	9,413
운활유	636	763	912	1,040	1,043	981	892	804	3,115	2,371	3,351	3,720
기타 및 조정	830	899	1,113	1,509	1,687	1,864	2,191	2,644	1,640	2,487	4,352	8,386
영업이익	584	556	673	-47	713	782	639	579	1,114	-2,420	1,766	2,713
%OP	6.2%	4.9%	5.4%	-0.3%	4.7%	5.1%	4.6%	4.4%	2.3%	-7.0%	3.8%	4.7%
석유	416	233	291	222	844	710	496	349	450	-2,223	1,162	2,399
화학	118	168	84	-209	-269	-76	13	59	706	-121	162	-271
운활유	137	227	329	268	231	189	172	155	306	262	961	746
기타 및 조정	-87	-72	-32	-328	-92	-41	-43	16	-181	-339	-519	-160

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	34,549.9	46,842.9	57,434.5	52,963.6	55,611.8
매출원가	34,877.5	42,649.1	51,713.6	47,063.9	49,417.1
매출총이익	-327.6	4,193.8	5,720.8	5,899.7	6,194.7
판관비	2,092.7	2,439.6	3,007.5	2,872.7	3,029.8
<b>영업이익</b>	-2,420.3	1,754.2	2,713.3	3,027.0	3,164.9
<b>EBITDA</b>	-1,053.3	3,267.9	4,548.6	5,438.1	5,866.6
영업외손익	-338.2	-923.2	-134.7	-43.8	-32.4
이자수익	58.3	54.8	67.0	107.8	146.1
이자비용	353.6	393.8	488.5	559.5	630.5
외환관련이익	1,495.4	1,011.6	909.8	928.0	928.0
외환관련손실	1,447.8	1,193.5	928.7	882.3	838.2
종속 및 관계기업손익	-28.6	575.5	673.0	729.5	729.5
기타	-61.9	-977.8	-367.3	-367.3	-367.3
<b>법인세차감전이익</b>	-2,758.4	831.0	2,578.6	2,983.3	3,132.4
법인세비용	-598.2	373.7	722.0	835.3	877.1
계속사업순이익	-2,160.3	457.3	1,856.6	2,147.9	2,255.3
<b>당기순이익</b>	-2,146.7	501.0	1,856.6	2,147.9	2,255.3
<b>지배주주순이익</b>	-2,172.8	304.6	1,819.4	2,105.0	2,210.2
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-29.9	35.6	22.6	-7.8	5.0
영업이익 증감율	-317.3	-172.5	54.7	11.6	4.6
EBITDA 증감율	-145.4	-410.3	39.2	19.6	7.9
지배주주순이익 증감율	흑전	-114.0	497.3	15.7	5.0
EPS 증감율	적지	흑전	497.3	15.7	5.0
매출총이익률(%)	-0.9	9.0	10.0	11.1	11.1
영업이익률(%)	-7.0	3.7	4.7	5.7	5.7
EBITDA Margin(%)	-3.0	7.0	7.9	10.3	10.5
지배주주순이익률(%)	-6.3	0.7	3.2	4.0	4.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	13,295.1	21,481.7	26,087.4	30,424.3	36,376.9
현금 및 현금성자산	2,940.7	3,423.8	4,993.2	10,465.4	15,578.5
단기금융자산	2,024.4	4,023.1	4,103.6	4,185.6	4,269.4
매출채권 및 기타채권	3,040.4	5,130.3	6,290.3	5,800.7	6,090.7
재고자산	3,878.4	7,849.1	9,623.9	8,874.7	9,318.4
기타유동자산	3,435.6	5,078.5	5,180.0	5,283.5	5,389.3
<b>비유동자산</b>	25,203.1	28,075.8	32,624.3	35,153.7	37,392.3
투자자산	4,297.7	4,826.3	5,210.2	5,650.6	6,091.0
유형자산	17,878.2	19,350.0	23,688.7	25,932.8	27,869.5
무형자산	1,223.9	1,906.9	1,732.9	1,577.7	1,439.3
기타비유동자산	1,803.3	1,992.6	1,992.5	1,992.6	1,992.5
<b>자산총계</b>	38,498.1	49,557.4	58,711.7	65,578.0	73,769.2
<b>유동부채</b>	11,014.8	14,512.4	17,076.4	18,111.1	20,363.2
매입채무 및 기타채무	7,380.6	11,324.1	13,888.0	14,922.7	17,174.8
단기금융부채	3,239.1	2,694.8	2,694.8	2,694.8	2,694.8
기타유동부채	395.1	493.5	493.6	493.6	493.6
<b>비유동부채</b>	12,024.8	15,411.8	19,611.8	22,761.8	25,911.8
장기금융부채	11,811.0	15,138.3	19,338.3	22,488.3	25,638.3
기타비유동부채	213.8	273.5	273.5	273.5	273.5
<b>부채총계</b>	23,039.7	29,924.2	36,688.2	40,872.9	46,275.0
<b>지배지분</b>	14,540.0	17,323.4	19,676.5	22,315.2	25,059.2
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,941.9	7,697.6	7,697.6	7,697.6	7,697.6
기타자본	-1,632.2	-1,555.2	-1,555.2	-1,555.2	-1,555.2
기타포괄손익누계액	-129.6	501.2	1,169.5	1,837.8	2,506.0
이익잉여금	9,891.3	10,211.2	11,896.1	13,866.6	15,942.3
비지배지분	918.5	2,309.8	2,347.0	2,389.9	2,435.0
<b>자본총계</b>	15,458.5	19,633.2	22,023.5	24,705.2	27,494.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	2,850.8	-483.0	2,981.7	6,436.2	6,078.7
당기순이익	-2,146.7	501.0	1,856.6	2,147.9	2,255.3
비현금항목의 가감	1,142.8	2,012.5	2,444.0	3,106.7	3,471.9
유형자산감가상각비	1,239.6	1,408.3	1,661.3	2,255.9	2,563.4
무형자산감가상각비	127.3	105.4	174.0	155.2	138.4
지분법평가손익	-196.5	-651.0	-741.8	-798.3	-798.3
기타	-27.6	1,149.8	1,350.5	1,493.9	1,568.4
영업활동자산부채증감	4,272.1	-2,585.5	-391.9	2,251.9	1,496.4
매출채권및기타채권의감소	1,816.7	-1,881.0	-1,160.0	489.7	-290.0
재고자산의감소	2,634.8	-4,126.3	-1,774.7	749.2	-443.7
매입채무및기타채무의증가	-2,679.2	1,549.8	2,563.9	1,034.7	2,252.1
기타	2,499.8	1,872.0	-21.1	-21.7	-22.0
기타현금흐름	-417.4	-411.0	-927.0	-1,070.3	-1,144.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	-4,128.7	-4,123.2	-5,599.8	-4,101.4	-4,103.0
유형자산의 취득	-3,763.1	-3,187.7	-6,000.0	-4,500.0	-4,500.0
유형자산의 처분	5.9	902.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-113.6	-77.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-53.4	46.9	289.1	289.1	289.1
단기금융자산의감소(증가)	387.2	-1,998.7	-80.5	-82.1	-83.7
기타	-591.7	191.5	191.6	191.6	191.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	2,144.7	5,029.7	7,419.6	6,235.1	6,235.1
차입금의 증가(감소)	2,662.0	1,835.2	4,200.0	3,150.0	3,150.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-496.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-149.3	-25.2	-0.1	-134.5	-134.5
기타	128.2	3,219.7	3,219.7	3,219.6	3,219.6
기타현금흐름	-122.2	59.7	-3,232.2	-3,097.7	-3,097.7
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	744.7	483.2	1,569.4	5,472.2	5,113.1
기초현금 및 현금성자산	2,196.0	2,940.7	3,423.8	4,993.2	10,465.4
기말현금 및 현금성자산	2,940.7	3,423.8	4,993.2	10,465.4	15,578.5

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-23,185	3,250	19,415	22,462	23,585
BPS	155,153	184,853	209,964	238,121	267,401
CFPS	-10,713	26,821	45,890	56,071	61,114
DPS	0	0	1,600	1,600	1,600
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-8.2	73.4	10.4	9.0	8.6
PER(최고)	-8.5	100.8	14.3		
PER(최저)	-2.4	59.4	9.9		
PBR	1.2	1.3	1.0	0.9	0.8
PBR(최고)	1.3	1.8	1.3		
PBR(최저)	0.4	1.0	0.9		
PSR	0.5	0.5	0.3	0.4	0.3
PCFR	-17.7	8.9	4.4	3.6	3.3
EV/EBITDA	-27.0	10.6	7.4	5.8	5.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	7.1	6.2	5.9
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8
ROA	-5.5	1.1	3.4	3.5	3.2
ROE	-13.6	1.9	9.8	10.0	9.3
ROIC	-13.6	6.2	7.1	7.3	7.6
매출채권회전율	8.6	11.5	10.1	8.8	9.4
재고자산회전율	6.7	8.0	6.6	5.7	6.1
부채비율	149.0	152.4	166.6	165.4	168.3
순차입금비율	63.3	51.0	57.0	41.1	29.5
이자보상배율	-6.8	4.5	5.6	5.4	5.0
총차입금	14,753.7	17,461.1	21,661.1	24,811.1	27,961.1
순차입금	9,788.6	10,014.1	12,564.3	10,160.0	8,113.2
NOPLAT	-1,053.3	3,267.9	4,548.6	5,438.1	5,866.6
FCF	-1,185.8	-2,003.2	-2,603.0	2,342.5	1,976.9

Compliance Notice

- 당사는 3월 8일 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

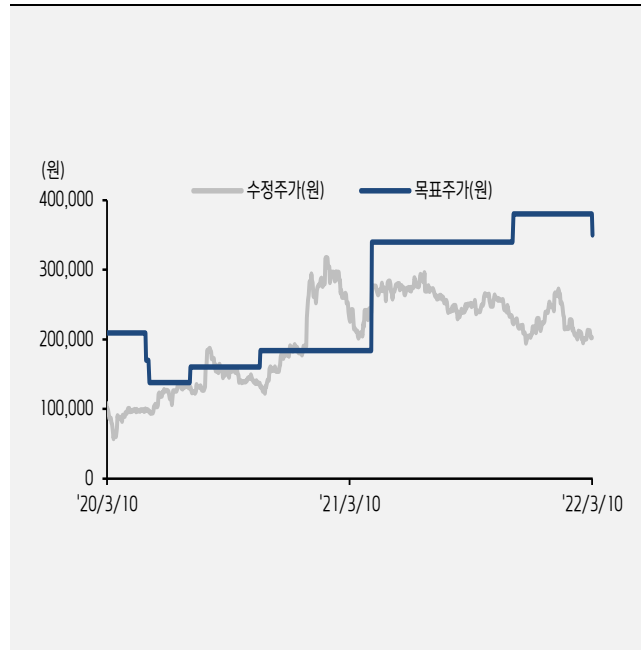
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK이노베이션 (096770)	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	-30.51	-26.91
	2022/03/10	Buy(Maintain)	350,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%