



BUY(Maintain)

목표주가: 350,000원
주가(4/29): 205,000원
시가총액: 189,554억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(4/29)	2,695.05pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	295,500원	191,500원
등락률	-30.6%	7.0%
수익률	절대	상대
1M	-2.1%	-0.5%
6M	-15.5%	-6.8%
1Y	-25.5%	-12.2%

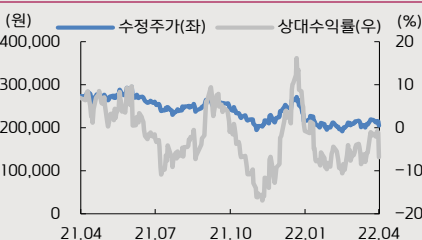
Company Data

발행주식수	92,466천주
일평균 거래량(3M)	411천주
외국인 지분율	23.9%
배당수익률(22E)	0.8%
BPS(22E)	226,119원
주요 주주	SK 외 11인 33.8%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	34,549.9	46,842.9	64,256.0	59,301.0
영업이익	-2,420.3	1,754.2	4,857.5	4,562.0
EBITDA	-1,053.3	3,267.9	6,692.8	6,973.0
세전이익	-2,758.4	831.0	4,726.2	4,530.5
순이익	-2,146.7	501.0	3,402.9	3,262.0
지배주주지분순이익	-2,172.8	304.6	3,334.8	3,196.7
EPS(원)	-23,185	3,250	35,585	34,111
증감률(%YoY)	적지	흑전	994.9	-4.1
PER(배)	-8.2	73.4	5.8	6.0
PBR(배)	1.2	1.3	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	-27.0	10.6	5.0	4.3
영업이익률(%)	-7.0	3.7	7.6	7.7
ROE(%)	-13.6	1.9	17.3	13.9
순부채비율(%)	63.3	51.0	51.3	31.0

Price Trend



SK이노베이션(096770)

자금 조달 관련 우려 제한



SK이노베이션의 올해 1분기 영업이익은 1조6,491억원으로 전 분기 대비 대규모 흑자전환하며, 어닝 서프라이즈를 기록하였습니다. 전 분기 일회성 비용이 제거된 가운데, 유가 상승으로 인한 재고관련 이익 증가 및 역내 수급 타이트 현상 지속으로 정제마진이 큰 폭으로 개선되었기 때문입니다. 한편 올해 안정적인 영업현금흐름 창출로 자금 조달 관련 우려는 제한적일 것으로 판단됩니다.

>>> 올해 1분기 영업이익, 시장 기대치를 크게 상회

SK이노베이션의 올해 1분기 영업이익은 1조6,491억원으로 전 분기 대비 대규모 흑자전환하며, 시장 기대치를 크게 상회하였다. 전 분기 일회성 비용이 제거된 가운데, 재고관련 이익 증가 및 정제마진 개선에 기인한다.

1) 석유사업 영업이익은 1조5,067억원으로 전 분기 대비 584.2% 증가하였다. 수출주에 우호적인 환율 효과가 지속되는 가운데, 유가 상승으로 재고관련 이익이 전 분기 대비 3,671억원이 증가하였고, 역내/외 수급 타이트 현상 지속으로 정제마진이 전 분기 대비 크게 개선되었으며, 정제설비 가동률 개선에 따른 고정비 절감 효과가 발생하였기 때문이다. 2) 화학사업 영업이익은 312억원으로 전 분기 대비 흑자전환하였다. PE/PP 등 올레핀 사업의 경우 나프타 가격 상승으로 부진한 스프레드가 지속되었으나, PX는 전방 증설 및 경쟁 설비 가동률 축소로 실적이 개선되었기 때문이다. 3) 윤활유사업 영업이익은 2,116억원으로 전 분기 대비 21.0% 감소하였다. 원재료 가격이 급등하였고, 판매 물량이 감소하였기 때문이다. 4) 석유개발사업 영업이익은 1,982억원으로 전 분기 대비 77.4% 증가하였다. 판매물량이 소폭 감소하였으나, 유가/가스가격 급등으로 판매단가 큰 폭으로 상승하였기 때문이다. 5) 배터리부문 영업이익은 -2,734억원으로 전 분기에 이어 적자를 지속하였다. 메탈가연동 계약 등으로 판가가 개선되었으나, 원재료 가격 상승 및 헝가리 2공장 초기 가동 비용이 발생하였기 때문이다. 6) 소재사업 영업이익은 -31억원으로 전 분기 대비 적자가 크게 감소하였다. 전 분기 일회성 비용 기저효과에 기인한다.

>>> 안정적 영업현금 창출 지속

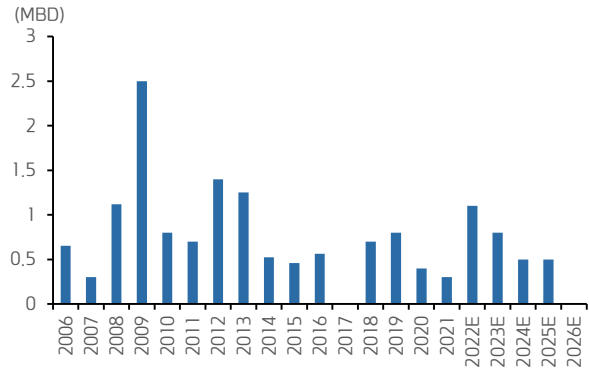
배터리부문에 대한 대규모 투자 확대로 동사 재무구조 약화에 대한 우려가 존재한다. 다만 올해 주요 석유제품들의 수요 회복, 중국/러시아의 석유제품 수출 제한 및 중국 소규모 정제설비의 가동률 급감 등 석유사업의 실적 호조로 올해 동사의 EBITDA는 6조원대 후반 대를 기록할 전망이다. 또한 안정적 영업현금 창출이 지속되는 가운데, 프리 IPO, JV 투자사의 출자, 현지 정부의 인센티브 등으로 자금 조달에 대한 우려는 제한적으로 판단된다. 동사에 대해 투자자의견 Buy, 목표주가 350,000원을 유지한다.

싱가폴 복합정제마진 추이(추정치)



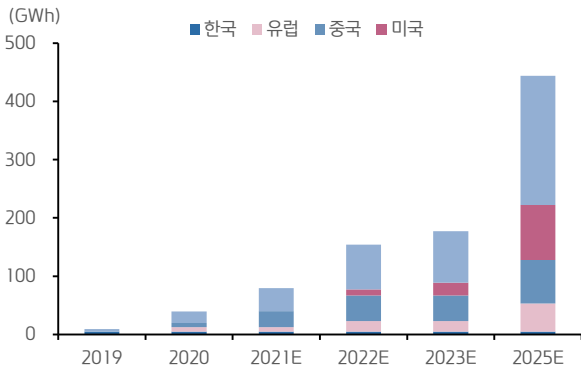
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

역내 CDU 순증 추이/전망



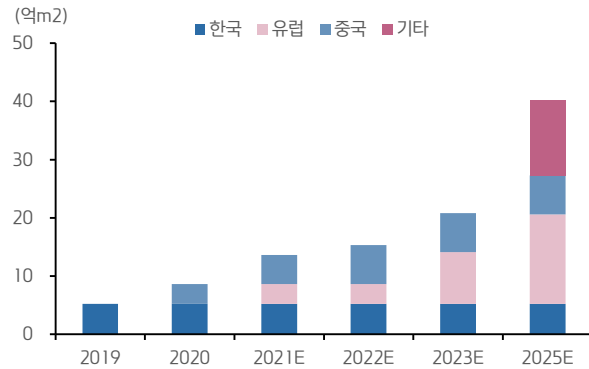
자료: FGE, Platts, Reuters, 키움증권 리서치

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	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021	2022E
매출액	9,404	11,253	12,464	13,721	16,262	15,996	15,993	16,006	49,307	34,550	46,843	64,256
석유	5,877	7,247	7,876	8,598	10,643	10,118	9,887	9,511	35,368	22,638	29,597	40,159
화학	2,062	2,344	2,563	2,574	2,806	2,815	2,723	2,648	9,543	7,054	9,543	10,993
윤활유	636	763	912	1,040	1,043	1,175	1,130	1,088	3,115	2,371	3,351	4,436
기타 및 조정	830	899	1,113	1,509	1,770	1,888	2,252	2,758	1,640	2,487	4,352	8,668
영업이익	584	556	673	-47	1,649	1,030	944	1,234	1,114	-2,420	1,766	4,857
%OP	6.2%	4.9%	5.4%	-0.3%	10.1%	6.4%	5.9%	7.7%	2.3%	-7.0%	3.8%	7.6%
석유	416	233	291	220	1,507	871	775	953	450	-2,223	1,160	4,105
화학	118	168	84	-210	31	31	71	70	706	-121	161	203
윤활유	137	227	329	268	212	208	180	174	306	262	961	774
기타 및 조정	-87	-72	-32	-326	-100	-81	-82	38	-181	-339	-516	-225

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액	34,549.9	46,842.9	64,256.0	59,301.0	62,266.1
매출원가	34,877.5	42,649.1	56,073.5	51,571.3	54,149.9
매출총이익	-327.6	4,193.8	8,182.5	7,729.7	8,116.1
판관비	2,092.7	2,439.6	3,325.0	3,167.7	3,339.6
영업이익	-2,420.3	1,754.2	4,857.5	4,562.0	4,776.6
EBITDA	-1,053.3	3,267.9	6,692.8	6,973.0	7,478.3
영업외손익	-338.2	-923.2	-131.2	-31.5	-11.9
이자수익	58.3	54.8	70.5	120.1	166.6
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
법인세차감전이익	-2,758.4	831.0	4,726.2	4,530.5	4,764.7
법인세비용	-598.2	373.7	1,323.3	1,268.5	1,334.1
계속사업순이익	-2,160.3	457.3	3,402.9	3,262.0	3,430.6
당기순이익	-2,146.7	501.0	3,402.9	3,262.0	3,430.6
지배주주순이익	-2,172.8	304.6	3,334.8	3,196.7	3,362.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-29.9	35.6	37.2	-7.7	5.0
영업이익 증감율	-317.3	-172.5	176.9	-6.1	4.7
EBITDA 증감율	-145.4	-410.3	104.8	4.2	7.2
지배주주순이익 증감율	흑전	-114.0	994.8	-4.1	5.2
EPS 증감율	적지	흑전	994.9	-4.1	5.2
매출총이익율(%)	-0.9	9.0	12.7	13.0	13.0
영업이익률(%)	-7.0	3.7	7.6	7.7	7.7
EBITDA Margin(%)	-3.0	7.0	10.4	11.8	12.0
지배주주순이익률(%)	-6.3	0.7	5.2	5.4	5.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
유동자산	13,295.1	21,481.7	28,456.7	33,847.9	41,012.6
현금 및 현금성자산	2,940.7	3,423.8	5,472.4	12,132.9	18,370.4
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	7,037.4	6,494.7	6,819.5
재고자산	3,878.4	7,849.1	10,766.9	9,936.6	10,433.4
기타유동자산	3,435.6	5,078.5	5,180.0	5,283.7	5,389.3
비유동자산	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
자산총계	38,498.1	49,557.4	61,081.1	69,001.6	78,404.9
유동부채	11,014.8	14,512.4	17,900.8	18,877.0	21,167.4
매입채무 및 기타채무	7,380.6	11,324.1	14,712.5	15,688.6	17,979.0
단기금융부채	3,239.1	2,694.8	2,694.8	2,694.8	2,694.8
기타유동부채	395.1	493.5	493.5	493.6	493.6
비유동부채	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
부채총계	23,039.7	29,924.2	37,512.6	41,638.8	47,079.2
자본지분	14,540.0	17,323.4	21,190.6	24,919.6	28,814.0
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	13,410.2	16,471.0	19,697.0
비지배지분	918.5	2,309.8	2,377.9	2,443.1	2,511.7
자본총계	15,458.5	19,633.2	23,568.5	27,362.8	31,325.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	2,850.8	-483.0	3,462.3	7,625.8	7,204.5
당기순이익	-2,146.7	501.0	3,402.9	3,262.0	3,430.6
비현금항목의 가감	1,142.8	2,012.5	3,041.8	3,527.6	3,908.4
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	1,948.3	1,914.8	2,004.9
영업활동자산부채증감	4,272.1	-2,585.5	-1,457.6	2,327.6	1,446.9
매출채권및기타채권의감소	1,816.7	-1,881.0	-1,907.1	542.7	-324.7
재고자산의감소	2,634.8	-4,126.3	-2,917.8	830.3	-496.8
매입채무및기타채무의증가	-2,679.2	1,549.8	3,388.4	976.2	2,290.4
기타	2,499.8	1,872.0	-21.1	-21.6	-22.0
기타현금흐름	-417.4	-411.0	-1,524.8	-1,491.4	-1,581.4
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	2,144.7	5,029.7	7,419.6	6,233.8	6,233.8
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	-135.9	-135.9
기타	128.2	3,219.7	3,219.7	3,219.7	3,219.7
기타현금흐름	-122.2	59.7	-3,233.6	-3,097.7	-3,097.7
현금 및 현금성자산의 순증가	744.7	483.2	2,048.6	6,660.5	6,237.5
기초현금 및 현금성자산	2,196.0	2,940.7	3,423.8	5,472.4	12,132.9
기말현금 및 현금성자산	2,940.7	3,423.8	5,472.4	12,132.9	18,370.4

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)					
EPS	-23,185	3,250	35,585	34,111	35,875
BPS	155,153	184,853	226,119	265,912	307,467
CFPS	-10,713	26,821	68,770	72,450	78,313
DPS	0	0	1,600	1,600	1,600
주가배수(배)					
PER	-8.2	73.4	5.8	6.0	5.7
PER(최고)	-8.5	100.8	7.8		
PER(최저)	-2.4	59.4	5.3		
PBR	1.2	1.3	0.9	0.8	0.7
PBR(최고)	1.3	1.8	1.2		
PBR(최저)	0.4	1.0	0.8		
PSR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
PCFR	-17.7	8.9	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	-27.0	10.6	5.0	4.3	3.6
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	0.0	0.0	3.9	4.1	3.9
배당수익률(%보통주, 현금)	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8
ROA	-5.5	1.1	6.2	5.0	4.7
ROE	-13.6	1.9	17.3	13.9	12.5
ROIC	-13.6	6.2	12.5	10.7	11.2
매출채권회전율	8.6	11.5	10.6	8.8	9.4
재고자산회전율	6.7	8.0	6.9	5.7	6.1
부채비율	149.0	152.4	159.2	152.2	150.3
순차입금비율	63.3	51.0	51.3	31.0	17.0
이자보상배율	-6.8	4.5	9.9	8.2	7.6
총차입금	14,753.7	17,461.1	21,661.1	24,811.1	27,961.1
순차입금	9,788.6	10,014.1	12,085.1	8,492.5	5,321.3
NOPLAT	-1,053.3	3,267.9	6,692.8	6,973.0	7,478.3
FCF	-1,185.8	-2,003.2	-2,124.9	3,523.3	3,087.8

Compliance Notice

- 당사는 4월 29일 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

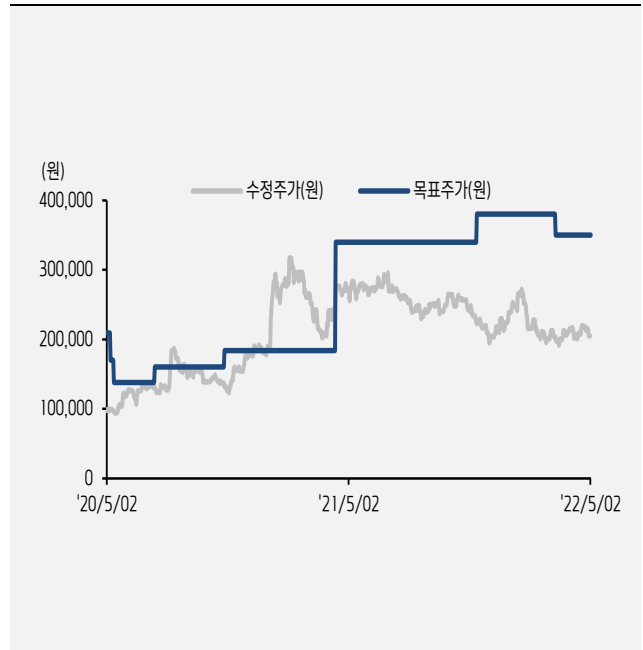
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(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	-41.42	-28.42
	2022/05/02	Buy(Maintain)	350,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

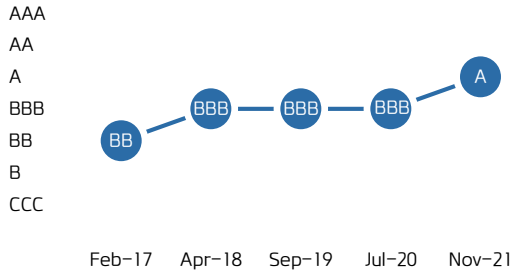
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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(2021/04/01~2022/03/31)

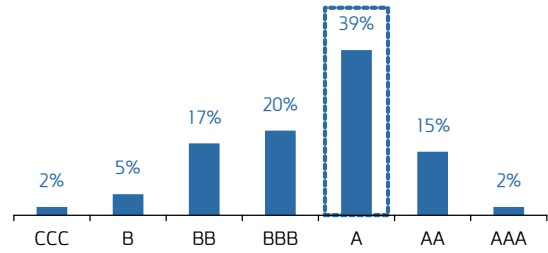
매수	중립	매도
97.55%	2.25%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI ACWI Index 내 석유 및 가스 정제, 마케팅, 운송, 저장 기업 41개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	5.5	5.2		
환경	5.4	5.3	48.0%	
탄소 배출	7.1	6.6	21.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	3.2	4.3	16.0%	
친환경 기술 관련 기회	5.5	4.4	11.0%	
사회	8.9	6.5	15.0%	
보건과 안전	8.9	7.1	15.0%	
지배구조	4.3	4.4	37.0%	▲0.3
기업 지배구조	6.0	5.1		▲0.5
기업 활동	3.5	5.3		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2021.06	한국, SK에너지: 공정거래위원회, 계열사에 사내 급식 일감을 몰아줬다는 의혹과 관련 그룹 내 불공정거래에 대한 조사 착수

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (석유 및 가스 정제, 마케팅, 운송 & 저장)	탄소 배출	친환경 기술과 폐기물 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기물	보건과 안전	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Idemitsu Kosan Co.,Ltd.	●●	●●●●	●●	●●●	●●●●	●●	AA	◀▶
Enbridge Inc.	●●●●	N/A	N/A	●	●●●●	●●●●	A	◀▶
TC Energy Corporation	●●●	N/A	N/A	●●	●●●●	●●●●	A	▲
COSAN S.A.	●●●●	●●●	●●●●	●●	●●	●●	A	◀▶
PTT Oil and Retail Business PCL	●●●●	●	●●●●	●●●●	●●	●●	A	
SK Innovation Co., Ltd.	●●●	●●●	●●	●●●●	●●●●	●	A	▲

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치