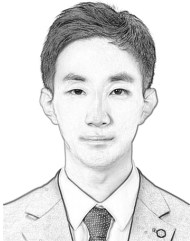


SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sk.co.kr

02-3773-8477

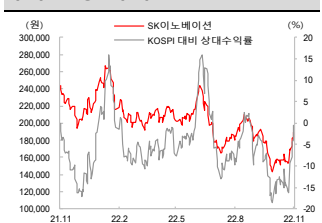
Company Data

자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	881 만주
액면가	5,000 원
시가총액	17,522 십억원
주요주주	
SK(외35)	33.80%
자사주	9.53%
외국인지분률	26.00%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/11/03)	189,500 원
KOSPI	2329.17 pt
52주 Beta	1.42
52주 최고가	272,000 원
52주 최저가	143,500 원
60일 평균 거래대금	79 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	32.1%	22.2%
6개월	-6.4%	7.7%
12개월	-22.2%	-0.6%

SK 이노베이션 (096770/KS | 매수(유지) | T.P 260,000 원(유지))

성장 경로의 배터리, EBITDA 흑전

3Q 영업이익은 7,039 원을 기록해 컨센서스를 소폭 상회. 정유는 정제마진 및 유가의 하락으로 전분기 대비 감익. 반면 윤활기유는 타이트한 수급으로 강세 유지. 배터리는 판가 인상 및 미국, 유럽 신규 공장의 초기비용 절감 효과로 수익성이 크게 개선. 향후 물량 확대 및 수출 개선에 따른 수익성 회복이 지속될 전망. Valuation 은 SOTP 사용해 목표주가는 260,000 원, 투자 의견은 매수를 제시함

정유 DOWN, 배터리+윤활기유 UP

3분기 매출액과 영업이익은 각각 22.8 조원, 7,039 억원을 기록해 컨센서스(OP 6,413 억 원)을 소폭 상회한 실적을 기록했다. 정유 사업부는 유가 및 정제마진의 안정화로 영업이익은 전분기(2.2 조원) 대비 하락한 3,165 억원을 기록했다. Dubai 유는 2분기 평균 \$108/bbl 에서 3분기 \$97/bbl 로 하락했고, 정제마진 또한 \$24.7/bbl 에서 \$10.6/bbl 로 조정됐다. 반면 배터리는 미국, 유럽 공장의 초기 비용 절감과 판가 상승이 동시에 발생하면서 수익성이 크게 개선됐다. 3분기 OPM 은 2Q -25%→ -6%로 개선됐다. 동시에 윤활기유도 원가 하락 및 가격 강세 효과로 OPM 24%의 높은 수익성을 시현했다.

성장 경로의 SK 온

이번 분기 배터리 부문의 적자폭 축소가 긍정적이다. 또한 이번 분기 EBITDA 흑전을 시작으로 향후 추가적인 물량 확대 및 수익성 개선이 예상된다. 적자 지속에 대한 우려를 일부 해소할 전망이다. 동시에 내년 미국 2 공장(1Q23, +12Gwh)의 추가 가동으로 매출 측면의 향상이 기대된다. 대규모 투자에 따른 자금 확보 우려가 동반되기는 하나 추가적인 파이낸싱 및 수익성 개선을 통해 성장의 경로를 유지할 전망이다.

투자 의견 매수, 목표주가 26 만원 유지

성장동력인 배터리 부문의 매출 성장과 수익성 개선이 긍정적이다. 배터리 가치의 향상이 지속될 전망이다. 투자 의견은 매수를 유지한다. Valuation 은 SOTP 를 적용해 기존 목표주가인 26 만원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	49,307	34,550	46,843	81,379	85,266	76,802
yoy	%	-9.1	-29.9	35.6	73.7	4.8	-9.9
영업이익	십억원	1,114	-2,420	1,754	5,727	4,007	4,273
yoy	%	-47.1	적전	흑전	226.5	-30.0	6.7
EBITDA	십억원	2,322	-1,053	3,268	8,447	7,356	8,342
세전이익	십억원	501	-2,758	831	4,303	3,352	3,565
순이익(지배주주)	십억원	-36	-2,173	305	2,618	2,311	2,472
영업이익률%	%	2.3	-7.0	3.7	7.0	4.7	5.6
EBITDA%	%	4.7	-3.1	7.0	10.4	8.6	10.9
순이익률	%	0.1	-6.2	1.1	3.5	3.0	3.5
EPS(계속사업)	원	1,530	-23,329	2,783	27,935	24,660	26,379
PER	배	98.0	N/A	85.7	6.8	7.7	7.2
PBR	배	0.8	1.2	1.3	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	9.7	-27.1	10.6	4.2	5.0	4.5
ROE	%	-0.2	-13.6	1.9	13.9	10.5	9.9
순차입금	십억원	7,665	9,781	10,004	15,035	16,056	16,964
부채비율	%	117.1	149.0	152.4	191.8	181.3	162.2

1. Highlight View 3

(1) 정유 유가, 마진 안정화

정유 사업부는 유가 및 정제마진의 안정화가 부담으로 작용했다. Dubai 유는 2분기 평균 \$108/bbl 에서 3분기 \$97/bbl 로 하락했고, 정제마진 또한 \$24.7/bbl 에서 \$10.6/bbl 로 조정됐다. 여전히 디젤은 타이트한 공급이 유지되고 있지만 휘발유가 미국 드라이빙 시즌 종료 및 중국의 수출쿼터 확대 등이 작용하며 상대적으로 안정화 됐다. 다만 아직 유가의 공급이 풀렸다고 보기는 어려워 보이며 경유를 중심으로 제품 공급은 타이트하다.

(2) 배터리 수익성 회복

상반기 부담이 컸던 배터리 수익성 약세는 하반기 진입하며 진정되는 모양이다. 미국, 유럽 공장의 초기 비용이 절감되고, 원재료 가격 상승의 판가 전이가 동시에 발생하면서 수익성은 크게 개선됐다. 3분기 OPM 은 2Q -25%에서 -6%로 개선됐다. 탑라인의 가파른 성장이 눈에 띄었으며 4분기도 판매량 확대에 따른 수익성 개선이 기대된다.

(3) 배터리 성장의 경로

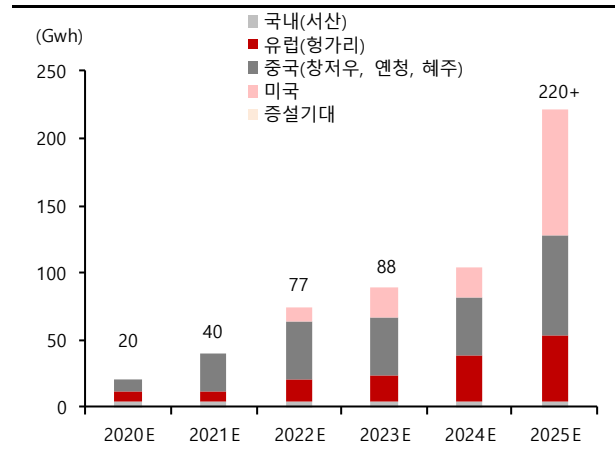
이번 분기 EBITDA 흑전을 시작으로 점진적인 수익성 개선이 예상된다. 적자 지속에 대한 우려를 일부 해소할 전망이다. 동시에 내년 미국 2 공장(12Gwh)의 추가 가동으로 매출 측면의 상향이 기대된다. 대규모 투자에 따른 자금 확보 우려가 동반되기는 하나 추가적인 파이낸싱 및 수익성 개선을 통해 성장의 경로를 유지할 전망이다.

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 %)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	YoY	QoQ	2021	2022E	2023E
매출액	12,301	13,885	16,262	19,905	22,753	85.0%	14.3%	46,843	81,385	85,266
영업이익	619	-5	1,649	2,329	704	13.8%	-69.8%	1,766	5,727	4,007
영업이익률	5.0%	0.0%	10.1%	11.7%	3.1%	-1.9%	-8.6%	3.8%	7.0%	4.7%
세전이익	736	-61	1,376	2,010	303	-58.8%	-84.9%	831	4,303	3,352
세전이익률	6.0%	-0.4%	8.5%	10.1%	1.3%	-4.7%	-8.8%	1.8%	5.3%	3.9%
지배순이익	426	81	794	1,276	75	-82.4%	-94.1%	305	2,618	2,311
지배주주순이익률	3.5%	0.6%	4.9%	6.4%	0.3%	-3.1%	-6.1%	0.7%	3.2%	2.7%
사업부별 매출액										
정유	7,876	8,598	10,643	14,016	15,769	100.2%	12.5%	29,597	55,116	53,994
화학	2,563	2,574	2,806	2,893	2,912	13.6%	0.7%	9,543	11,578	10,827
윤활유	912	1,040	1,043	1,228	1,415	55.1%	15.2%	3,351	5,168	5,207
석유개발	193	347	426	400	379	96.8%	-5.2%	882	1,596	1,487
배터리	817	1,066	1,260	1,288	2,194	168.6%	70.4%	3,040	7,554	13,260
소재/기타	-60	96	90	81	85	흑전	4.4%	266	373	491
사업부별 영업이익										
정유	291	220	1,507	2,229	317	8.9%	-85.8%	1,160	4,662	1,855
이익률	3.7%	2.6%	14.2%	15.9%	2.0%	-1.7%	-13.9%	3.9%	8.5%	3.4%
화학	84	-210	31	76	108	28.3%	42.5%	161	303	327
이익률	3.3%	-8.1%	1.1%	2.6%	3.7%	0.4%	1.1%	1.7%	2.6%	3.0%
윤활유	329	268	212	255	336	2.0%	31.7%	961	1,122	969
이익률	36.1%	25.7%	20.3%	20.8%	23.8%	-12.3%	3.0%	28.7%	21.7%	18.6%
석유개발	71	112	198	166	161	127.7%	-3.4%	328	681	550
이익률	36.6%	32.2%	46.5%	41.6%	42.4%	5.7%	0.8%	37.2%	42.7%	37.0%
배터리	-99	-311	-273	-327	-135	적지	적지	-684	-756	407
이익률	-12.1%	-29.1%	-21.7%	-25.4%	-6.1%	6.0%	19.2%	-22.5%	-10.0%	3.1%
소재/기타	-58	-130	-25	-71	-83	적지	적지	-218	-284	-102

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

추정치 변경

(단위 : 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	76,449	68,422	81,385	85,266	6.5%	24.6%
영업이익	6,393	3,727	5,727	4,007	-10.4%	7.5%
영업이익률	8.4%	5.4%	7.0%	4.7%	-1.3%	-0.7%
세전이익	6,161	3,358	4,303	3,352	-30.2%	-0.2%
세전이익률	8.1%	4.9%	5.3%	3.9%	-2.8%	-1.0%
지배순이익	4,268	2,346	2,618	2,311	-38.7%	-1.5%
지배주주순이익률	5.6%	3.4%	3.2%	2.7%	-2.4%	-0.7%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

SOTP Valuation

(단위: 십억원)

사업부	12M Fwd EBITDA	Target EV/EBITDA	Fair Value	비고
정유	2,495	3.5	8,831	국내외 정유사
화학	511	3.4	1,752	국내 주요 정유/화학사
윤활유	1,118	3.5	3,959	국내외 정유사
E&P	584	3.5	2,067	국내외 정유사
배터리	1,475	18	16,167	국내외 동종업계 평균 (CATL, SDI, LGES, Pana 컨센) * 40% 할인
소재			1,458	SKIET 시총 * 지분율(61.2%) * 40% 할인 <2022-11-3 기준>
추정 Enterprise Value(A)			34,234	
순부채(B)			13,843	3Q22
우선주 시가총액(C)			141	2022-11-03 기준
관계주식(D)			1,542	2Q22
보통주 유통 주식수(천주)(E)			83,662	
추정 금액(원) [(A-B-C+D)/E]			260,476	
Target price(원)			260,000	
현 주가(원)			189,500	2022-11-03 기준
Upside(%)			37%	

자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.04	매수	260,000원	6개월		
2022.07.06	매수	260,000원	6개월	-31.85%	-19.04%
2022.02.04	매수	290,000원	6개월	-27.92%	-15.86%
2021.11.01	매수	310,000원	6개월	-23.07%	-12.26%
2021.08.09	매수	310,000원	6개월	-19.55%	-14.35%
2021.04.26	담당자 변경				



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 11월 4 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 11월 4일 기준)

매수	95.76%	중립	4.24%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	13,295	21,482	32,066	34,770	34,184
현금및현금성자산	2,941	3,424	2,983	4,276	5,948
매출채권및기타채권	2,920	5,020	8,721	9,138	8,231
재고자산	3,878	7,849	13,636	14,287	12,869
비유동자산	25,203	28,076	34,976	38,754	43,067
장기금융자산	446	646	902	902	902
유형자산	17,878	19,350	24,193	28,104	32,687
무형자산	1,224	1,907	1,826	1,743	1,669
자산총계	38,498	49,557	67,041	73,524	77,251
유동부채	11,015	14,512	27,996	29,275	27,553
단기금융부채	3,265	2,716	8,241	8,406	8,756
매입채무 및 기타채무	4,780	8,201	13,509	14,325	12,903
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	12,025	15,412	16,073	18,115	20,240
장기금융부채	11,541	14,772	14,547	16,947	19,447
장기매입채무 및 기타채무	12	34	34	34	34
장기충당부채	146	194	322	309	283
부채총계	23,040	29,924	44,069	47,389	47,793
지배주주지분	14,540	17,323	20,475	23,381	26,448
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,942	7,698	7,713	7,713	7,713
기타자본구성요소	-1,632	-1,555	-1,414	-1,414	-1,414
자기주식	-1,634	-1,559	-1,420	-1,420	-1,420
이익잉여금	9,891	10,211	12,608	14,919	17,391
비지배주주지분	918	2,310	2,497	2,753	3,010
자본총계	15,458	19,633	22,972	26,134	29,458
부채외자본총계	38,498	49,557	67,041	73,524	77,251

현금흐름표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	3,078	-334	2,790	6,644	8,206
당기순이익(손실)	-2,147	501	2,848	2,541	2,702
비현금성항목등	1,143	2,012	5,394	4,815	5,640
유형자산감가상각비	1,240	1,408	2,552	3,189	3,917
무형자산감가상각비	127	105	167	161	152
기타	-444	257	822	196	196
운전자본감소(증가)	4,272	-2,585	-4,139	99	727
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,817	-1,881	-3,126	-417	907
재고자산감소(증가)	2,635	-4,126	-5,648	-651	1,418
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2,679	1,550	2,286	816	-1,422
기타	2,500	1,872	2,349	351	-176
법인세납부	-190	-262	-1,313	-811	-863
투자활동현금흐름	-3,982	-3,854	-7,430	-7,360	-8,766
금융자산감소(증가)	370	-2,068	-800	-250	-270
유형자산감소(증가)	-3,757	-2,285	-6,495	-7,100	-8,500
무형자산감소(증가)	-114	-78	-78	-78	-78
기타	-481	578	-57	68	81
재무활동현금흐름	1,771	4,611	4,052	2,009	2,232
단기금융부채증가(감소)	418	-724	3,595	165	350
장기금융부채증가(감소)	2,020	2,317	1,008	2,400	2,500
자본의증가(감소)	-496	0	0	0	0
배당금의 지급	-149	-25	-204	0	0
기타	-22	3,043	-346	-556	-618
현금의 증가(감소)	745	483	-441	1,294	1,672
기초현금	2,196	2,941	3,424	2,983	4,276
기말현금	2,941	3,424	2,983	4,276	5,948
FCF	-48	-2,317	-3,244	-692	-543

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	34,550	46,843	81,379	85,266	76,802
매출원가	34,878	42,649	72,183	77,654	69,282
매출총이익	-328	4,194	9,195	7,611	7,520
매출총이익률 (%)	-1.0	9.0	11.3	8.9	9.8
판매비와관리비	2,093	2,440	3,468	3,605	3,247
영업이익	-2,420	1,754	5,727	4,007	4,273
영업이익률 (%)	-7.0	3.7	7.0	4.7	5.6
비영업손익	-338	-923	-1,424	-654	-708
순금융비용	295	339	361	488	537
외환관련손익	48	-182	-350	-86	-86
관계기업투자등 관련손익	-29	575	135	115	110
세전계속사업이익	-2,758	831	4,303	3,352	3,565
세전계속사업이익률 (%)	-8.0	1.8	5.3	3.9	4.6
계속사업법인세	-598	374	1,455	811	863
계속사업이익	-2,160	457	2,848	2,541	2,702
중단사업이익	14	44	0	0	0
*법인세효과	-282	17	0	0	0
당기순이익	-2,147	501	2,848	2,541	2,702
순이익률 (%)	-6.2	1.1	3.5	3.0	3.5
지배주주	-2,173	305	2,618	2,311	2,472
지배주주귀속 순이익률(%)	-6.29	0.65	3.22	2.71	3.22
비지배주주	26	196	230	230	230
총포괄이익	-2,457	1,169	3,469	3,162	3,323
지배주주	-2,485	951	3,213	2,906	3,067
비지배주주	28	219	256	256	256
EBITDA	-1,053	3,268	8,447	7,356	8,342

주요투자지표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-29.9	35.6	73.7	4.8	-9.9
영업이익	적전	흑전	226.5	-30.0	6.7
세전계속사업이익	적전	흑전	417.9	-22.1	6.3
EBITDA	적전	흑전	158.5	-12.9	13.4
EPS(계속사업)	적지	흑전	903.6	-11.7	7.0
수익성 (%)					
ROE	-13.6	1.9	13.9	10.5	9.9
ROA	-5.5	1.1	4.9	3.6	3.6
EBITDA마진	-3.1	7.0	10.4	8.6	10.9
안정성 (%)					
유동비율	120.7	148.0	114.5	118.8	124.1
부채비율	149.0	152.4	191.8	181.3	162.2
순차입금/자기자본	63.3	51.0	65.5	61.4	57.6
EBITDA/이자비용(배)	-3.0	8.3	19.8	13.2	13.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-23,329	2,783	27,935	24,660	26,379
BPS	155,153	184,853	218,484	249,492	282,219
CFPS	-8,599	19,403	56,953	60,402	69,795
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	114.1	9.7	11.0	10.3
PER(최저)	N/A	69.9	5.1	5.8	5.4
PBR(최고)	1.2	1.7	1.2	1.1	1.0
PBR(최저)	0.4	1.1	0.7	0.6	0.5
PCR	-22.1	12.3	3.3	3.1	2.7
EV/EBITDA(최고)	-27.3	12.9	5.1	6.0	5.5
EV/EBITDA(최저)	-15.4	9.4	3.7	4.4	4.0