



OUTPERFORM (Maintain)

목표주가: 189,000원
주가(6/26): 171,500원
시가총액: 158,578억원

화학/정유 Analyst 정경희
caychung09@kiwoom.com

RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

Stock Data

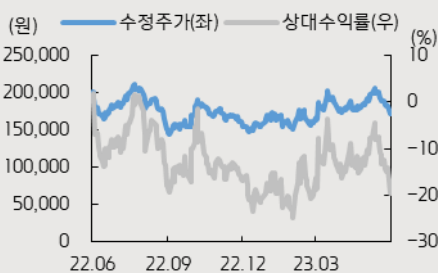
KOSPI(6/26)	2,582.20pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	210,500원	143,500원
등락률	-18.5%	19.5%
수익률	절대	상대
1M	-6.2%	-7.0%
6M	6.5%	-4.4%
1Y	-13.6%	-19.6%

발행주식수	92,466천주
일평균 거래량(3M)	855천주
외국인 지분율	24.3%
배당수익률(2023E)	1.4%
BPS(2023E)	209,240원
주요 주주	SK 외 36인 34.9%

투자지표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	46,853.4	78,056.9	72,514.0	74,772.0
영업이익	1,741.7	3,917.3	1,466.3	2,316.5
EBITDA	3,255.4	5,710.5	3,481.7	4,867.8
세전이익	818.5	2,860.2	1,033.5	1,737.8
순이익	488.5	1,895.2	684.8	1,151.5
지배주주지분순이익	292.1	1,569.0	566.9	953.3
EPS(원)	3,117	16,743	5,925	9,355
증감률(% YoY)	흑전	437.2	-64.6	57.9
PER(배)	76.5	9.2	30.8	19.5
PBR(배)	1.29	0.73	0.87	0.84
EV/EBITDA(배)	10.6	6.0	10.9	8.5
영업이익률(%)	3.7	5.0	2.0	3.1
ROE(%)	1.8	8.5	2.8	4.4
순차입금비율(%)	51.0	69.6	69.0	78.6

Price Trend



SK이노베이션(096770)

유상증자가 최선이었을까



6월 23일 유상증자 약 1.18조원을 발표한 SK이노베이션은 26일 관련하여 간담회를 열고 취지 및 배경 및 애널리스트들과의 질의응답을 진행했다. 유증 자금은 1)별도기준 SK이노베이션의 재무건전성 개선, 2)R&D 캠퍼스 조성, 3)중장기 미래 먹거리 투자 등이 주요한 용처이다. 투자이견 Outperform'을 유지하며 주식수 증가 및 추정치 변경을 반영하여 목표주가를 189,000원으로 하향한다.

>>> 유상증자 공시 및 애널리스트 간담회 내용 요약

6월 23일 회사는 지분의 약 8.7%, 예정 발행가격 143,800원(종가대비 21.25% 할인), 1.18조원 규모의 유상증자 계획을 발표했다. 26일 애널리스트 간담회에서 회사는 1)SK이노베이션 별도 법인의 재무건전성 개선, 2)중장기 그린 신사업을 위한 재원 등으로 활용할 계획임을 밝혔다.

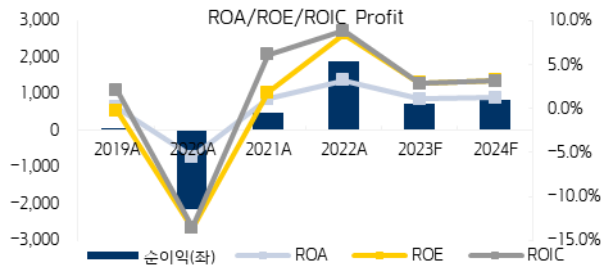
>>> 유증이 필요한 사안일까

총 1.18조원중 1) 채무 상환에 3500억원(30%), 2)부천-대전지구 R&D 캠퍼스 조성 등 시설자금에 약 4195억원(36%), 3) 생활폐기물을 활용한 연료 생산 등 신사업 투자에 약 4092억원(35%)를 활용할 계획인 것으로 보인다. 그러나 1)이익 창출을 통한 OCF가 아닌 유증으로 타인자본을 상환한다는 점, 2)R&D 강화를 위한 캠퍼스 건립 등에 유상증자를 활용한 점은 다소 아쉬운 부분이다. 기술인력 및 임직원에게 성과중심 보상 강화가 단기적으로는 더 가시적인 성과와 연동될 가능성이 있고, 임대, 기존 건물 활용 등 다른 방안도 가능할 수 있기 때문이다. 또한 3)CCUS, 암모니아 수소, 폐기물 기반 원료 생산 등 투자 예정인 신규사업들 각각 대규모 투자가 필요한 건들로 중단기 수익성 개선 효과는 관찰할 필요가 있다. 질문 중 연초 단행한 SK온 유증에 SK이노베이션이 참여한 반면, SK이노베이션의 이번 유증에 SK온의 참여가 없는 이유에 대한 답변이 없었던 점은 다소 아쉬운 부분이다. 결론적으로 부채상환 및 SK이노베이션 별도의 장기 투자 재원 마련을 위해 이번 유증이 결정된 것으로 이해할 수 있다. 특히 장기 투자건들의 경우 단시일내 수익성 창출을 기대하기 어려워 이를 자체 이익 창출에 기반한 재원이 아니라 주주지분 희석을 통한 점은 다소 실망스러운 부분이다.

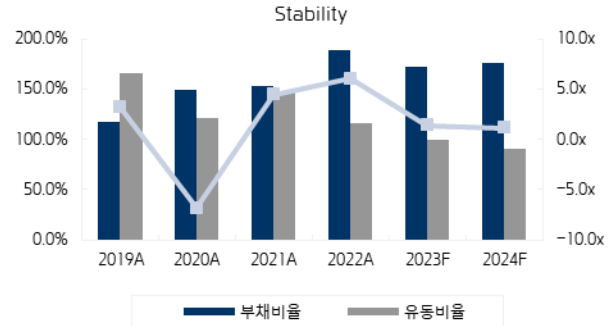
>>> Outperform 유지, 목표주가 189,000원으로 하향

우리는 '23~'24년 경유 및 휘발유 마진 추정을 기존대비 하향한다. 유럽향 경유 수요가 강하지 않고, 휘발유 유분 공급이 원활하기 때문이다. 이에 더하여 SK온의 수주 증가가 단기 실적에 미치는 영향은 높지 않아 '23년 영업이익 추정치를 하향하였다. 지분 희석 및 추정치 변경으로 목표주가는 189,000원(PBR 0.8x)으로 하향한다. 이는 PER 26.4x, EV/EBITDA 10.2x에 해당하는 값으로 배터리 성장성이 포함되어 있음을 알 수 있다.

ROE, ROA 낮아

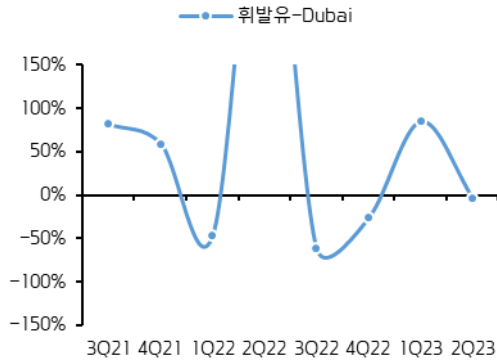


부채비율이 증가한 상황



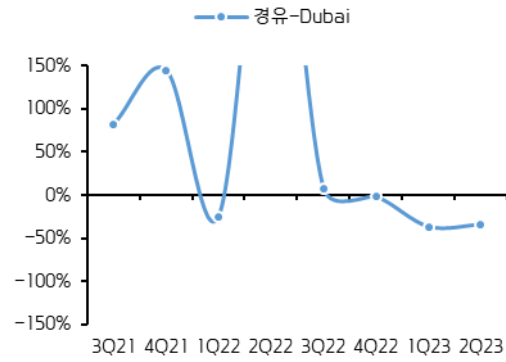
자료: BloombergNEF, 키움증권 리서치

휘발유 마진 전기비 감소



자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치

경유 마진 전기비 감소 지속



자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치

실적 추이 및 전망(K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2022	2023	2024
매출액	16,262	19,905	22,753	19,137	19,143	18,462	18,929	15,980	78,057	72,514	74,772
(YoY)	76%	79%	85%	35%	18%	-7%	-17%	-16%	67%	-7%	3%
매출원가	13,956	16,849	21,234	18,991	17,838	17,469	17,891	14,899	71,030	68,098	69,351
(YoY)	70%	67%	91%	44%	28%	4%	-16%	-22%	66%	-4%	2%
매출총이익	2,305	3,056	1,520	146	1,304	993	1,038	1,080	7,027	4,416	5,421
(YoY)	126%	201%	30%	-85%	-43%	-67%	-32%	640%	68%	-37%	23%
GPM	14%	15%	7%	1%	7%	5%	5%	7%	9%	6%	7%
판매비	656	727	816	911	929	673	673	673	3,110	2,950	3,104
(YoY)	27%	43%	49%	5%	42%	-7%	-17%	-26%	-5%	5%	7%
영업이익	1,649	2,329	704	(765)	375	320	364	407	3,917	1,466	2,316
(YoY)	228%	360%	14%	적전	-77%	-86%	-48%	흑전	125%	-63%	58%
OPM	10%	12%	3%	-4%	2%	2%	2%	3%	5%	2%	3%

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	46,853.4	78,056.9	72,514.0	74,772.0	78,587.8
매출원가	42,672.1	71,029.7	68,098.0	69,351.2	72,693.8
매출총이익	4,181.3	7,027.2	4,415.9	5,420.9	5,894.0
판관비	2,439.6	3,109.9	2,949.6	3,104.4	3,308.9
영업이익	1,741.7	3,917.3	1,466.3	2,316.5	2,585.1
EBITDA	3,255.4	5,710.5	3,481.7	4,867.8	5,627.0
영업외손익	-923.2	-1,057.2	-432.9	-578.7	-987.1
이자수익	54.8	205.6	363.9	302.3	243.9
이자비용	393.8	646.0	1,106.7	1,604.3	1,714.3
외환관련이익	1,011.6	3,786.8	2,840.1	2,414.1	1,923.9
외환관련손실	1,193.5	4,042.7	3,032.0	2,577.2	2,327.0
중속 및 관계기업손익	436.8	2.3	2.3	2.3	2.3
기타	-839.1	-363.2	499.5	884.1	884.1
법인세차감전이익	818.5	2,860.2	1,033.5	1,737.8	1,598.0
법인세비용	373.7	965.0	348.7	586.3	539.2
계속사업손익	444.8	1,895.2	684.8	1,151.5	1,058.9
당기순이익	488.5	1,895.2	684.8	1,151.5	1,058.9
지배주주순이익	292.1	1,569.0	566.9	953.3	876.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	35.6	66.6	-7.1	3.1	5.1
영업이익 증감율	흑전	124.9	-62.6	58.0	11.6
EBITDA 증감율	흑전	75.4	-39.0	39.8	15.6
지배주주순이익 증감율	흑전	437.1	-63.9	68.2	-8.0
EPS 증감율	흑전	437.2	-64.6	57.9	-8.0
매출총이익율(%)	8.9	9.0	6.1	7.2	7.5
영업이익률(%)	3.7	5.0	2.0	3.1	3.3
EBITDA Margin(%)	6.9	7.3	4.8	6.5	7.2
지배주주순이익률(%)	0.6	2.0	0.8	1.3	1.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-495.5	406.6	7,317.3	4,602.6	5,149.7
당기순이익	488.5	1,895.2	684.8	1,151.5	1,058.9
비현금항목의 가감	2,012.5	3,866.8	3,460.0	4,835.1	5,686.9
유형자산감가상각비	1,408.3	1,616.3	1,820.8	2,378.1	2,887.8
무형자산감가상각비	105.4	176.8	194.5	173.1	154.1
지분법평가손익	-651.0	-375.5	-2.3	-2.3	-2.3
기타	1,149.8	2,449.2	1,447.0	2,286.2	2,647.3
영업활동자산부채증감	-2,585.5	-4,270.4	4,138.9	379.2	288.4
매출채권및기타채권의감소	-1,881.0	-2,424.3	2,294.1	-180.6	-305.3
재고자산의감소	-4,126.3	-4,315.3	3,156.0	-271.0	-457.9
매입채무및기타채무의증가	1,549.8	-284.3	-1,175.9	738.4	968.3
기타	1,872.0	2,753.5	-135.3	92.4	83.3
기타현금흐름	-411.0	-1,085.0	-966.4	-1,763.2	-1,884.5
투자활동 현금흐름	-4,110.7	-5,123.3	-8,413.1	-7,337.3	-8,049.6
유형자산의 취득	-3,175.2	-6,776.6	-8,500.0	-7,200.0	-8,012.0
유형자산의 처분	902.5	67.0	0.0	0.0	550.0
무형자산의 순취득	-77.7	-288.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-91.8	-590.7	-766.5	-74.5	-524.5
단기금융자산의감소(증가)	-1,998.7	2,516.1	904.2	-12.1	-12.3
기타	330.2	-50.7	-50.8	-50.7	-50.8
재무활동 현금흐름	5,029.7	10,507.2	4,096.6	1,687.4	3,687.4
차입금의 증가(감소)	1,835.2	9,298.9	1,500.0	500.0	2,500.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	1,171.2	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-25.2	-217.2	-0.1	-238.1	-238.1
기타	3,219.7	1,425.5	1,425.5	1,425.5	1,425.5
기타현금흐름	59.7	264.9	-2,684.5	-726.9	-2,466.9
현금 및 현금성자산의 순증가	483.2	6,055.3	316.4	-1,774.2	-1,679.3
기초현금 및 현금성자산	2,940.7	3,423.8	9,479.1	9,795.4	8,021.2
기말현금 및 현금성자산	3,423.8	9,479.1	9,795.4	8,021.2	6,341.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	21,481.7	31,966.7	25,825.9	24,422.9	23,435.8
현금 및 현금성자산	3,423.8	9,479.1	9,795.4	8,021.2	6,341.9
단기금융자산	4,023.1	1,507.0	602.8	614.8	627.1
매출채권 및 기타채권	5,130.3	8,095.2	5,801.1	5,981.8	6,287.0
재고자산	7,849.1	11,857.7	8,701.7	8,972.6	9,430.5
기타유동자산	1,055.4	1,027.7	924.9	832.5	749.3
비유동자산	28,063.3	35,252.2	42,505.7	47,231.2	52,178.1
투자자산	4,826.3	5,419.3	6,188.1	6,264.9	6,791.7
유형자산	19,337.5	25,110.6	31,789.7	36,611.6	41,185.8
무형자산	1,906.9	2,077.7	1,883.1	1,710.0	1,555.9
기타비유동자산	1,992.6	2,644.6	2,644.8	2,644.7	2,644.7
자산총계	49,544.9	67,218.9	68,331.6	71,654.1	75,613.9
유동부채	14,512.4	27,557.2	25,881.3	26,619.7	28,087.9
매입채무 및 기타채무	11,324.1	14,410.7	13,234.8	13,973.1	14,941.4
단기금융부채	2,694.8	12,398.2	11,898.2	11,898.2	12,398.2
기타유동부채	493.5	748.3	748.3	748.4	748.3
비유동부채	15,411.8	16,419.4	17,419.4	18,919.4	20,419.4
장기금융부채	14,766.3	14,770.4	15,770.4	17,270.4	18,770.4
기타비유동부채	645.5	1,649.0	1,649.0	1,649.0	1,649.0
부채총계	29,924.2	43,976.6	43,300.7	45,539.1	48,507.3
지배지분	17,310.9	19,651.6	21,322.4	22,208.3	23,017.6
자본금	468.6	468.6	509.5	509.5	509.5
자본잉여금	7,697.6	8,198.0	9,328.2	9,328.2	9,328.2
기타지분	-1,555.2	-1,322.8	-1,322.8	-1,322.8	-1,322.8
기타포괄손익누계액	501.2	728.2	899.0	1,069.7	1,240.5
이익잉여금	10,198.7	11,579.7	11,908.5	12,623.7	13,262.2
비지배지분	2,309.8	3,590.7	3,708.5	3,906.7	4,088.9
자본총계	19,620.7	23,242.3	25,030.9	26,115.0	27,106.5

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,117	16,743	5,925	9,355	8,603
BPS	184,720	209,698	209,240	217,934	225,875
CFPS	26,687	61,484	43,315	58,747	66,197
DPS	0	0	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	76.5	9.2	30.8	19.5	21.2
PER(최고)	105.1	16.6	35.3		
PER(최저)	61.9	8.5	24.3		
PBR	1.29	0.73	0.87	0.84	0.81
PBR(최고)	1.77	1.33	1.00		
PBR(최저)	1.04	0.68	0.69		
PSR	0.48	0.18	0.24	0.25	0.24
PCFR	8.9	2.5	4.2	3.1	2.8
EV/EBITDA	10.6	6.0	10.9	8.5	8.1
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	0.0	0.0	34.8	20.7	22.5
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.0	0.0	1.4	1.4	1.4
ROA	1.1	3.2	1.0	1.6	1.4
ROE	1.8	8.5	2.8	4.4	3.9
ROIC	6.1	8.9	2.7	3.9	4.0
매출채권회전율	11.5	11.8	10.4	12.7	12.8
재고자산회전율	8.0	7.9	7.1	8.5	8.5
부채비용	152.5	189.2	173.0	174.4	179.0
순차입금비용	51.0	69.6	69.0	78.6	89.3
이자보상배율,현금	4.4	6.1	1.3	1.4	1.5
총차입금	17,461.1	27,168.5	27,668.5	29,168.5	31,168.5
순차입금	10,014.1	16,182.5	17,270.3	20,532.5	24,199.5
EBITDA	3,255.4	5,710.5	3,481.7	4,867.8	5,627.0
FCF	-2,009.5	-6,809.7	-1,374.1	-2,734.6	-2,418.8

Compliance Notice

- 당사는 6월 26일 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

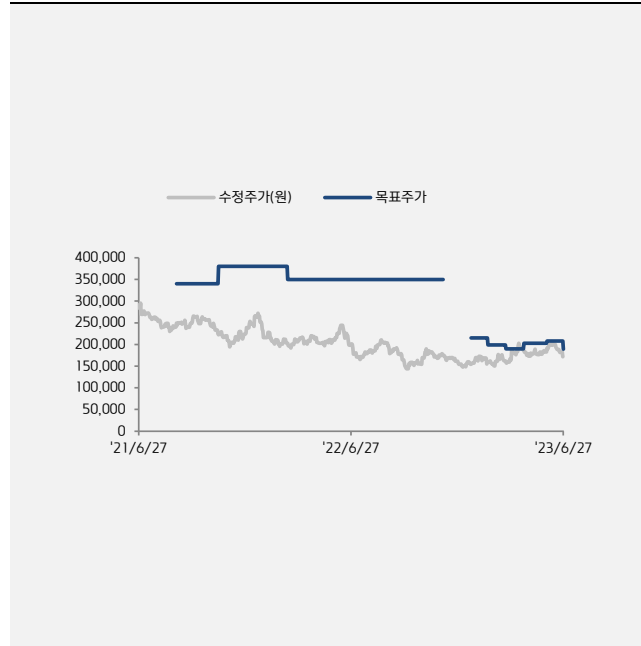
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2021-08-31	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-26.39	-21.91
	2021-10-05	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-25.93	-21.91
	2021-11-01	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-26.57	-21.91
	2021-11-11	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-41.42	-28.42
	2022-03-10	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-40.51	-37.14
	2022-05-02	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-40.68	-37.14
담당자변경	2022-06-03	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-42.45	-30.29
	2023-01-19	Buy(Reinitiate)	215,000원	6개월	-23.37	-19.53
	2023-02-17	Buy(Maintain)	199,000원	6개월	-18.31	-11.16
	2023-03-20	Outperform (Downgrade)	190,000원	6개월	-6.17	6.84
	2023-04-20	Marketperform (Downgrade)	203,000원	6개월	-10.30	-8.67
	2023-04-25	Outperform (Upgrade)	203,000원	6개월	-12.27	-8.67
	2023-05-08	Outperform (Maintain)	203,000원	6개월	-11.51	-6.90
	2023-05-30	Outperform (Maintain)	208,000원	6개월	-4.64	-0.72
	2023-06-27	Outperform (Maintain)	189,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

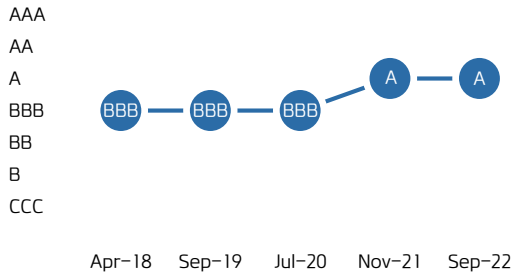
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/04/01~2023/03/31)

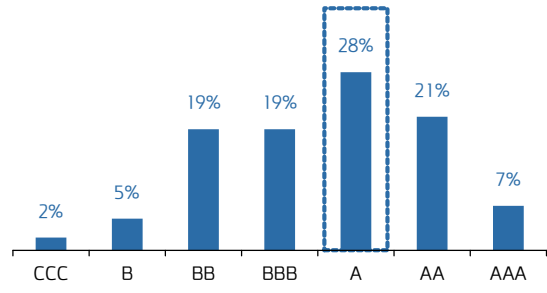
매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
Universe: MSCI ACWI 지수 내 석유&가스 정제 기업 43개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

항목	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중평균	5.8	5.3		
환경	6.0	5.2	48.0%	
탄소배출	8.1	6.5	21.0%	
유독 물질 배출 & 폐기물	4.0	4.0	16.0%	
친환경 기술 관련 기회	5.0	4.3	11.0%	
사회	7.8	6.4	15.0%	
건강과 안전	7.8	7.0	15.0%	
지배구조	4.7	5.0	37.0%	
기업 지배구조	5.7	5.7		
기업 행동	5.0	5.9		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
22년 8월	SK지오센트릭: 울산 폴리머 공장 폭발이 합성수지 재생 과정에서의 과도한 압력 발생으로 발생. 총 7명 부상
22년 6월	한국: 경찰은 전·현직 직원들에 대해 경쟁사의 전 직원들을 고용함으로써 도난당한 영업 비밀에 대한 혐의로 35명을 기소
22년 5월	SK지오센트릭: 울산 공장에서의 원유탱크 폭발로 인해 한명은 병원에서 사망했고 다른 한명은 부상

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (석유&가스 정제 기업)	탄소 배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출 & 폐기물	건강과 안전	기업 지배구조	기업 행동	등급	추세
Enbridge Inc.	●●●●	N/A	N/A	●●	●●●●	●●●●	AA	▲
MARATHON PETROLEUM CORPORATION	●	●●●	●●●●	●●	●●	●●●	A	◀▶
VALERO ENERGY CORPORATION	●●	●●●●	●	●●●	●●●	●●	A	◀▶
PHILLIPS 66	●●	●●●	●●●	●●●●	●●●	●●●●	A	▲
SK Innovation Co., Ltd.	●●●●	●●●	●●●	●●●	●●	●●	A	◀▶
RELIANCE INDUSTRIES LIMITED	●●	●●	●●●	●	●●	●	BBB	◀▶

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