



기업분석 | 정유/화학/신소재

Analyst

이안나

02 3779 8936

annalee@ebestsec.co.kr

Hold (maintain)

| | |
|------|-----------|
| 목표주가 | 262,000 원 |
| 현재주가 | 242,500 원 |

컨센서스 대비

| 상회 | 부합 | 하회 |
|----|----|----|
| ● | | |

Stock Data

| | |
|---------------|---------------------|
| KOSPI(10/29) | 2,970.68 pt |
| 시가총액 | 224,229 억원 |
| 발행주식수 | 92,466 천주 |
| 52주 최고가 / 최저가 | 317,500 / 122,500 원 |
| 90일 일평균거래대금 | 1,300.66 억원 |
| 외국인 지분율 | 24.8% |
| 배당수익률(21.12E) | 0.0% |
| BPS(21.12E) | 167,349 원 |
| KOSPI 대비 수익률 | 1개월 -5.7% |
| | 6개월 -5.4% |
| | 12개월 59.6% |
| 주주구성 | SK (외 2인) 33.4% |
| | 국민연금공단 8.3% |

Stock Price



SK이노베이션 (096770)

컨센 상회 실적에도 불구하고, 저평가가 아닌 이유

3Q21 Review: 컨센서스 상회하는 실적 기록

2021년 3분기 매출액은 12.3조원(+11% QoQ, +46% YoY), 영업이익 6,185억원(+22% QoQ, 흑전 YoY)으로 컨센서스(영업이익 기준 4,488억원) 대비 상회하는 실적을 기록했다. 사업부문별로 보면, 에너지부문은 유가 및 등/경유 등 주요제품 crack 상승에도 불구하고, 마진 회복이 9월에 집중되면서 영업이익 증가 폭은 제한적이었다. 화학사업부문은 동북아 중심 신증설 설비 가동 및 물류 불안정으로 인한 역내 수급 불균형으로 PE/PP 스프레드가 하락했다. 또한 중국 전력난으로 인한 다운스트림 섀다운 등으로 PX/BZ 스프레드 또한 하락하여 전 제품 스프레드 하락 및 변동비 증가 영향으로 전 분기 대비 저조한 실적을 기록했다. 윤활유는 판가 상승 및 미국, 유럽 판매량 증대로 전 분기 대비 영업 이익이 큰 폭으로 증가했다. 배터리 사업부문은 2021년 상반기 양산 개시한 중국 연철, 해주공장 가동을 상승에도 불구하고, 판관비 증가로 영업손실이 증가했다.

'SK온' IPO를 기다려보자

동사는 배터리, E&P사업부 분할시킴과 동시에 기존 본업도 점차 축소 시켜 나가며 '그린 포트폴리오 개발' 역할을 수행하는 지주사로 남게 되었다. 동사는 배터리 사업 투자금 마련이 시급한 상황에서 기존 사업 매각도 쉽지 않기 때문에 'SK온' IPO를 마냥 늦출 수는 없다는 판단이다. 동사는 Carbon to Green 전략 하에 정유는 정유시설 설비변화(CCS 도입 등)를 고려 중에 있다. 화학사업의 경우 지오센트릭으로 이름 변경했으며 생산 전량 플라스틱을 리사이클 가능한 플라스틱 또는 리사이클드 플라스틱으로 전환할 예정이다.

동사에 대한 목표주가 및 투자의견 유지

동사에 대한 목표주가 및 투자의견은 Hold를 유지한다. 이는 핵심 사업부는 분할→상장, 각 사업부에 대한 기업가치는 매각으로 인해 규모가 점점 축소됨을 고려한다면 현재 주가는 저평가 되어 있지 않다고 판단하기 때문이다.

Financial Data

| (십억원) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 49,307 | 34,165 | 45,658 | 47,730 | 50,117 |
| 영업이익 | 1,114 | -2,569 | 2,007 | 2,003 | 1,904 |
| 세전계속사업손익 | 501 | -2,870 | 1,490 | 1,424 | 1,337 |
| 순이익 | 66 | -2,147 | 1,013 | 1,005 | 1,003 |
| EPS (원) | -455 | -26,389 | 12,309 | 12,208 | 12,183 |
| 증감률 (%) | 적전 | 적지 | 흑전 | -0.8 | -0.2 |
| PER (x) | n/a | n/a | 19.7 | 19.9 | 19.9 |
| PBR (x) | 0.8 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA (x) | 9.3 | n/a | 8.7 | 8.4 | 7.9 |
| 영업이익률 (%) | 2.3 | -7.5 | 4.4 | 4.2 | 3.8 |
| EBITDA 마진 (%) | 4.7 | -3.5 | 7.9 | 7.6 | 7.6 |
| ROE (%) | -0.2 | -13.6 | 6.7 | 6.2 | 5.8 |
| 부채비율 (%) | 117.1 | 149.0 | 161.5 | 169.7 | 179.7 |

주: IFRS 연결 기준

자료: SK이노베이션, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 3Q21 Review

| (십억원, %) | 3Q20 | 2Q21 | 3Q21P | % QoQ | % YoY | Consensus | 차이 |
|-------------|--------------|---------------|---------------|------------|------------|---------------|------------|
| 매출액 | 8,419 | 11,120 | 12,301 | 11% | 46% | 12,270 | 31 |
| 에너지 | 5,318 | 7,247 | 7,876 | 9% | 48% | | |
| 화학 | 1,782 | 2,344 | 2,563 | 9% | 44% | | |
| 루브리컨츠 | 602 | 763 | 912 | 20% | 52% | | |
| 소재 (IET 등) | 103 | 96 | 83 | -13% | -19% | | |
| E&P | 128 | 20 | 29 | 43% | -78% | | |
| 배터리 | 486 | 630 | 817 | 30% | 68% | | |
| 영업이익 | -29 | 507 | 619 | 22% | 흑전 | 449 | 170 |
| 에너지 | 39 | 233 | 291 | 25% | 645% | | |
| 화학 | -53 | 168 | 84 | -50% | -259% | | |
| 루브리컨츠 | 71 | 227 | 329 | 45% | 364% | | |
| 소재 (IET 등) | 30 | 41 | 40 | -2% | 34% | | |
| E&P | 18 | 4 | 16 | 310% | -9% | | |
| 배터리 | -99 | -98 | -99 | 적지 | 적지 | | |
| <i>OPM</i> | <i>적자</i> | <i>5%</i> | <i>5%</i> | - | <i>5%p</i> | <i>4%</i> | <i>1%p</i> |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21P | 4Q21E | 2020 | 2021E | 2022E |
|-------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 매출액 | 11,163 | 7,200 | 8,419 | 7,383 | 9,240 | 11,120 | 12,301 | 12,998 | 34,165 | 45,658 | 47,730 |
| 에너지 | 8,033 | 4,518 | 5,318 | 4,769 | 5,877 | 7,247 | 7,876 | 8,270 | 22,638 | 29,269 | 29,708 |
| 화학 | 1,972 | 1,681 | 1,782 | 1,619 | 2,062 | 2,344 | 2,563 | 2,640 | 7,054 | 9,609 | 9,705 |
| 루브리컨츠 | 642 | 475 | 602 | 652 | 636 | 763 | 912 | 908 | 2,371 | 3,219 | 3,315 |
| 소재 (IET 등) | 93 | 110 | 103 | 126 | 93 | 96 | 83 | 91 | 432 | 364 | 454 |
| E&P | 134 | 78 | 128 | 14 | 25 | 20 | 29 | 29 | 355 | 102 | 105 |
| 배터리 | 289 | 338 | 486 | 497 | 526 | 630 | 817 | 1,021 | 1,610 | 2,994 | 4,342 |
| 영업이익 | -1,775 | -440 | -29 | -325 | 503 | 507 | 619 | 380 | -2,569 | 2,007 | 2,003 |
| 에너지 | -1,636 | -433 | 39 | -193 | 416 | 233 | 291 | 223 | -2,222 | 1,163 | 1,040 |
| 화학 | -90 | 68 | -53 | -46 | 118 | 168 | 84 | 87 | -121 | 458 | 485 |
| 루브리컨츠 | 29 | 37 | 71 | 125 | 137 | 227 | 329 | 190 | 263 | 883 | 577 |
| 소재 (IET 등) | 27 | 44 | 30 | 25 | 32 | 41 | 40 | 39 | 126 | 153 | 193 |
| E&P | 45 | 12 | 18 | 2 | 11 | 4 | 16 | 3 | 77 | 34 | 32 |
| 배터리 | -105 | -114 | -99 | -109 | -177 | -98 | -99 | -123 | -427 | -496 | -304 |
| <i>OPM</i> | <i>-16%</i> | <i>-6%</i> | <i>0%</i> | <i>-4%</i> | <i>5%</i> | <i>5%</i> | <i>5%</i> | <i>4%</i> | <i>-8%</i> | <i>4%</i> | <i>4%</i> |
| <i>에너지</i> | <i>-20%</i> | <i>-10%</i> | <i>1%</i> | <i>-4%</i> | <i>7%</i> | <i>3%</i> | <i>4%</i> | <i>3%</i> | <i>-10%</i> | <i>4%</i> | <i>4%</i> |
| <i>화학</i> | <i>-5%</i> | <i>4%</i> | <i>-3%</i> | <i>-3%</i> | <i>6%</i> | <i>7%</i> | <i>3%</i> | <i>3%</i> | <i>-2%</i> | <i>5%</i> | <i>5%</i> |
| <i>루브리컨츠</i> | <i>5%</i> | <i>8%</i> | <i>12%</i> | <i>19%</i> | <i>22%</i> | <i>30%</i> | <i>36%</i> | <i>21%</i> | <i>11%</i> | <i>27%</i> | <i>17%</i> |
| <i>소재 (IET 등)</i> | <i>29%</i> | <i>40%</i> | <i>29%</i> | <i>20%</i> | <i>34%</i> | <i>43%</i> | <i>48%</i> | <i>43%</i> | <i>29%</i> | <i>42%</i> | <i>43%</i> |
| <i>E&P</i> | <i>34%</i> | <i>15%</i> | <i>14%</i> | <i>11%</i> | <i>46%</i> | <i>18%</i> | <i>57%</i> | <i>10%</i> | <i>22%</i> | <i>34%</i> | <i>30%</i> |
| <i>배터리</i> | <i>-36%</i> | <i>-34%</i> | <i>-20%</i> | <i>-22%</i> | <i>-34%</i> | <i>-16%</i> | <i>-12%</i> | <i>-12%</i> | <i>-27%</i> | <i>-17%</i> | <i>-7%</i> |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

SK이노베이션(096770)

재무상태표

| (십억원) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 유동자산 | 17,354 | 13,295 | 17,162 | 20,607 | 24,134 |
| 현금 및 현금성자산 | 2,196 | 2,941 | 6,417 | 9,464 | 12,492 |
| 매출채권 및 기타채권 | 4,888 | 2,920 | 3,212 | 3,372 | 3,541 |
| 재고자산 | 6,495 | 3,878 | 4,072 | 4,276 | 4,490 |
| 기타유동자산 | 3,775 | 3,556 | 3,460 | 3,495 | 3,611 |
| 비유동자산 | 22,181 | 25,203 | 25,726 | 26,608 | 27,496 |
| 관계기업투자등 | 3,771 | 4,092 | 4,910 | 5,647 | 5,929 |
| 유형자산 | 15,418 | 17,878 | 18,229 | 18,782 | 19,318 |
| 무형자산 | 1,173 | 1,224 | 1,217 | 1,224 | 1,246 |
| 자산총계 | 39,535 | 38,498 | 42,888 | 47,215 | 51,630 |
| 유동부채 | 10,457 | 11,015 | 12,526 | 13,868 | 15,391 |
| 매입채무 및 기타채무 | 5,458 | 4,780 | 5,258 | 5,783 | 6,362 |
| 단기금융부채 | 2,525 | 3,265 | 3,703 | 4,164 | 4,716 |
| 기타유동부채 | 2,475 | 2,971 | 3,565 | 3,921 | 4,313 |
| 비유동부채 | 10,864 | 12,025 | 13,960 | 15,839 | 17,777 |
| 장기금융부채 | 9,782 | 11,541 | 13,454 | 15,310 | 17,221 |
| 기타비유동부채 | 1,082 | 483 | 505 | 529 | 556 |
| 부채총계 | 21,321 | 23,040 | 26,485 | 29,707 | 33,169 |
| 지배주주지분 | 17,468 | 14,540 | 15,683 | 16,688 | 17,691 |
| 자본금 | 469 | 469 | 469 | 469 | 469 |
| 자본잉여금 | 5,766 | 5,942 | 5,942 | 5,942 | 5,942 |
| 이익잉여금 | 12,175 | 9,891 | 10,905 | 11,910 | 12,913 |
| 비지배주주지분(연결) | 745 | 918 | 720 | 819 | 770 |
| 자본총계 | 18,213 | 15,458 | 16,403 | 17,507 | 18,461 |

현금흐름표

| (십억원) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업활동 현금흐름 | 1,826 | 2,851 | 6,000 | 6,347 | 6,148 |
| 당기순이익(손실) | 66 | -2,147 | 1,013 | 1,005 | 1,003 |
| 비현금수익비용가감 | 1,955 | 1,143 | 4,409 | 4,897 | 4,634 |
| 유형자산감가상각비 | 1,083 | 1,240 | 1,467 | 1,511 | 1,756 |
| 무형자산상각비 | 125 | 127 | 128 | 128 | 128 |
| 기타현금수익비용 | -19 | -51 | 2,815 | 3,259 | 2,750 |
| 영업활동 자산부채변동 | 535 | 4,272 | 578 | 444 | 510 |
| 매출채권 감소(증가) | 292 | 1,495 | -292 | -161 | -169 |
| 재고자산 감소(증가) | -67 | 2,635 | -194 | -204 | -214 |
| 매입채무 증가(감소) | 325 | -1,208 | 478 | 526 | 578 |
| 기타자산, 부채변동 | -15 | 1,351 | 586 | 282 | 314 |
| 투자활동 현금 | -3,167 | -4,129 | -2,962 | -3,761 | -3,672 |
| 유형자산처분(취득) | -2,497 | -3,757 | -1,825 | -2,070 | -2,298 |
| 무형자산 감소(증가) | -167 | -114 | -121 | -135 | -150 |
| 투자자산 감소(증가) | 17 | -35 | -716 | -705 | -324 |
| 기타투자활동 | -520 | -222 | -300 | -850 | -900 |
| 재무활동 현금 | 1,686 | 2,145 | 439 | 461 | 553 |
| 차입금의 증가(감소) | 2,892 | 2,438 | 439 | 461 | 553 |
| 자본의 증가(감소) | -1,004 | -149 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 1,004 | 149 | 0 | 0 | 0 |
| 기타재무활동 | -202 | -144 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가 | 370 | 745 | 3,477 | 3,046 | 3,028 |
| 기초현금 | 1,826 | 2,196 | 2,941 | 6,417 | 9,464 |
| 기말현금 | 2,196 | 2,941 | 6,417 | 9,464 | 12,492 |

자료: SK이노베이션, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

| (십억원) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 매출액 | 49,307 | 34,165 | 45,658 | 47,730 | 50,117 |
| 매출원가 | 46,344 | 34,643 | 42,097 | 44,055 | 46,458 |
| 매출총이익 | 2,963 | -478 | 3,561 | 3,675 | 3,659 |
| 판매비 및 관리비 | 1,849 | 2,090 | 1,554 | 1,673 | 1,754 |
| 영업이익 | 1,114 | -2,569 | 2,007 | 2,003 | 1,904 |
| (EBITDA) | 2,322 | -1,202 | 3,601 | 3,642 | 3,789 |
| 금융손익 | -346 | -233 | -454 | -511 | -503 |
| 이자비용 | 341 | 354 | 440 | 514 | 548 |
| 관계기업등 투자손익 | 54 | -29 | -2 | -8 | -3 |
| 기타영업외손익 | -322 | -39 | -60 | -60 | -60 |
| 세전계속사업이익 | 501 | -2,870 | 1,490 | 1,424 | 1,337 |
| 계속사업법인세비용 | 256 | -628 | 477 | 419 | 334 |
| 계속사업이익 | 245 | -2,242 | 1,013 | 1,005 | 1,003 |
| 중단사업이익 | -179 | 95 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 66 | -2,147 | 1,013 | 1,005 | 1,003 |
| 지배주주 | -36 | -2,173 | 1,013 | 1,005 | 1,003 |
| 총포괄이익 | 164 | -2,471 | 1,163 | 1,039 | 977 |
| 매출총이익률 (%) | 6.0 | -1.4 | 7.8 | 7.7 | 7.3 |
| 영업이익률 (%) | 2.3 | -7.5 | 4.4 | 4.2 | 3.8 |
| EBITDA마진률 (%) | 4.7 | -3.5 | 7.9 | 7.6 | 7.6 |
| 당기순이익률 (%) | 0.1 | -6.3 | 2.2 | 2.1 | 2.0 |
| ROA (%) | -0.1 | -5.6 | 2.5 | 2.2 | 2.0 |
| ROE (%) | -0.2 | -13.6 | 6.7 | 6.2 | 5.8 |
| ROIC (%) | 2.6 | -8.6 | 6.6 | 7.0 | 7.2 |

주요 투자지표

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 투자지표 (x) | | | | | |
| P/E | n/a | n/a | 19.7 | 19.9 | 19.9 |
| P/B | 0.8 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 9.3 | -22.9 | 8.7 | 8.4 | 7.9 |
| P/CF | 7.0 | n/a | 4.2 | 3.9 | 4.0 |
| 배당수익률 (%) | 2.0 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | -9.1 | -30.7 | 33.6 | 4.5 | 5.0 |
| 영업이익 | -47.0 | 적전 | 흑전 | -0.2 | -4.9 |
| 세전이익 | -79.0 | 적전 | 흑전 | -4.5 | -6.1 |
| 당기순이익 | -96.1 | 적전 | 흑전 | -0.8 | -0.2 |
| EPS | 적전 | 적지 | 흑전 | -0.8 | -0.2 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 117.1 | 149.0 | 161.5 | 169.7 | 179.7 |
| 유동비율 | 165.9 | 120.7 | 137.0 | 148.6 | 156.8 |
| 순차입금/자기자본(x) | 42.1 | 63.3 | 53.4 | 46.1 | 40.4 |
| 영업이익/금융비용(x) | 3.3 | -7.3 | 4.6 | 3.9 | 3.5 |
| 총차입금 (십억원) | 12,307 | 14,806 | 17,157 | 19,474 | 21,937 |
| 순차입금 (십억원) | 7,665 | 9,781 | 8,760 | 8,069 | 7,466 |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | -455 | -26,389 | 12,309 | 12,208 | 12,183 |
| BPS | 186,398 | 155,153 | 167,349 | 178,075 | 188,779 |
| CFPS | 21,564 | n/a | 57,862 | 62,985 | 60,153 |
| DPS | 3,000 | n/a | n/a | n/a | n/a |

| SK이노베이션 목표주가 추이 | | | 투자 의견 변동내역 | | | | | | | | |
|-----------------|-------|---------|------------|-------|-------|----|-------|-------|--------|-------|-------|
| 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 과락율(%) | | | 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 과락율(%) | | |
| | | | 최고 대비 | 최저 대비 | 평균 대비 | | | | 최고 대비 | 최저 대비 | 평균 대비 |
| 2020.04.20 | 변경 | 이안나 | | | | | | | | | |
| 2020.04.20 | Hold | 105,000 | 30.0 | | 10.3 | | | | | | |
| 2020.07.15 | Hold | 118,000 | | 3.8 | 34.7 | | | | | | |
| 2021.01.11 | Buy | 330,000 | -10.9 | | -16.2 | | | | | | |
| 2021.02.01 | Buy | 377,000 | -15.8 | | -29.8 | | | | | | |
| 2021.08.05 | Hold | 262,000 | | | | | | | | | |

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이안나)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

| 구분 | 투자등급 guide line (투자기간 6~12개월) | 투자등급 | 적용기준 (향후 12개월) | 투자의견 비율 | 비고 |
|-----------------|----------------------------------|---|--|---------------|--|
| Sector (업종) | 시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계 | Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소) | | | |
| Company (기업) | 절대수익률 기준 투자등급 3단계 | Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계 | +15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대 | 93.6% 6.4% | 2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경 |
| | | | | 100.0% | 투자의견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신) |