

## 분할해도 '저평가'라는 결론은 변하지 않는다

## 2Q 실적 컨센서스 부합. 정유 제외한 전 사업부 QoQ 실적 개선

2Q 실적은 매출 11.1조원, OP 5,065억원으로 예상에 부합했다. 정유 부문이 재고이익 감소 (1Q 3,720억원 → 2Q 2,430억원)로 OP가 QoQ 감소했으나, 윤활유, 석화, 배터리 OP가 모두 QoQ 개선돼 결과적으로 1Q와 거의 동일한 OP가 유지됐다. 윤활유 OP는 2,265억원 (OPM 29.7%)으로 분기 최대치를 기록했고, 석화는 PX, 벤젠 스프레드 개선에 힘입어 OP 1,679억원 (OPM 7.2%)으로 +42% QoQ 증가했다. 배터리는 매출 증가, 소송 비용 감소로 OP -979억원 (OPM -15.5%)으로 적자 폭이 축소됐다.

## 하반기 OP는 분기 4천억원 대로 예상

하반기 OP는 분기 4천억원 대로 상반기보다 소폭 낮아질 전망이다. 정유 재고이익 감소, 윤활기유 이익 하향 안정화가 주 원인이다. 정유 재고이익은 3Q에 QoQ 1천억원 가량 추가 감소 예상되고, 윤활기유도 정유 가동률 상승으로 공급이 증가해 이익률이 소폭 낮아질 전망이다. 반면 석화는 폴리머 스프레드가 하락하고 있으나, 매출 비중이 큰 아로마틱 스프레드는 견조해 하반기 이익 감소 폭이 크지 않을 것으로 예상된다. 배터리는 가파른 외형 성장이 지속되며 빠르게 적자 폭이 축소될 전망이다.

## 투자 의견 매수, 목표주가 35만원 유지

금일 배터리, E&P 물적분할이 공식화됐다. 이미 7월 초 물적분할 가능성이 언급되며 주가가 하락한 바 있는데, 또 다시 부정적으로 반영됐다. 하지만 동사의 배터리 가치는 후발주자&적자라는 이유로 이미 과소평가돼 있었고, 수주 잔고를 기반으로 한 향후 성장성은 업계 Top 수준임을 감안하면 최근 주가 하락은 과도하다고 판단된다. 매수, 목표주가 35만원을 유지한다.

Fig. 1: SK이노베이션 연결재무제표 요약

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	49,307	34,165	45,524	53,448	56,281
영업이익	1,114	-2,569	1,862	2,028	2,378
세전이익	501	-2,870	1,673	1,866	2,176
순이익[지배]	-36	-2,173	1,077	1,267	1,478
EPS(원)	-381	-23,185	11,496	13,521	15,769
증감률(%)	적자전환	적자지속	흑자전환	17.6	16.6
PER(배)	-	-	21.2	18.0	15.4
PBR	0.8	1.1	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	9.7	-	10.2	9.7	8.8
ROE(%)	-0.2	-13.6	7.2	7.9	8.5
배당수익률	2.0	0.0	0.7	1.1	1.5

자료: SK이노베이션, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자 의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	350,000원
[유지]	43.7%
현재주가	243,500원
2021/08/04	

주식지표	
시가총액	22,515십억원
52주최고가	317,500원
52주최저가	122,500원
상장주식수	9,247만주/125만주
자본금/액면가	469십억원/5,000원
60일평균거래량	82만주
60일평균거래대금	223십억원
외국인지분율	22.8%
자기주식수	1,013만주/11.0%
주요주주및지분율	
SK 외	33.4%
국민연금공단	8.3%

## 주자동향



## 김현태

철강/화학

htkim@bnkfn.co.kr

(02)3215-1592

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 국제금융로2길 24

BNK금융타워 6층

www.bnkfn.co.kr

표1. SK이노베이션 2분기 실적

(십억원, %)	2Q21	2Q20	YoY %	1Q21	QoQ %	BNK추정	차이	컨센서스	차이
매출액	11,120	7,200	54.4	9,240	20.3	11,130	(0.1)	10,666	4.3
영업이익	506	(440)	흑자전환	503	0.8	519	(2.4)	488	3.8
세전이익	648	(480)	흑자전환	(528)	흑자전환	479	35.4	666	(2.6)
순이익	416	(346)	흑자전환	(368)	흑자전환	335	24.1	505	(17.6)
지배순이익	399	(352)	흑자전환	(376)	흑자전환	325	22.9	452	(11.6)
영업이익률	4.6	(6.1)		5.4		4.7		4.6	
세전이익률	5.8	(6.7)		(5.7)		4.3		6.2	
순이익률	3.6	(4.9)		(4.1)		2.9		4.2	

자료: Dataguide, BNK투자증권

표2. SK이노베이션 실적 전망

(\$/배럴, 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2020	2021	2022
매출액	11,163	7,200	8,419	7,383	9,240	11,120	12,370	12,795	34,165	45,524	53,448
경유	8,033	4,518	5,318	4,769	5,877	7,247	8,319	8,553	22,638	29,995	35,878
윤활유	642	475	602	652	636	763	803	852	2,371	3,054	3,152
석유화학	1,972	1,681	1,782	1,619	2,062	2,344	2,376	2,363	7,054	9,146	9,388
배터리	289	338	486	497	526	630	762	908	1,610	2,827	4,482
기타	227	188	231	(155)	139	136	110	118	491	503	547
매출액 yoy%	(13)	(45)	(32)	(37)	(17)	54	47	71	(32)	33	17
경유	(13)	(52)	(39)	(44)	(27)	60	56	79	(37)	32	20
윤활유	(15)	(44)	(26)	(7)	(1)	61	33	31	(24)	29	3
석유화학	(21)	(31)	(27)	(25)	5	39	33	46	(26)	30	3
배터리	123	132	156	121	82	86	57	83	133	76	59
기타	(10)	(17)	(0)	(165)	(39)	(28)	(52)	(400)	(48)	2	9
영업이익	(1,775)	(440)	(29)	(325)	503	506	403	449	(2,569)	1,862	2,028
경유	(1,636)	(433)	39	(193)	416	233	123	160	(2,223)	932	897
윤활유	29	37	71	125	137	227	206	210	262	780	650
석유화학	(90)	68	(53)	(46)	118	168	159	148	(121)	593	548
배터리	(105)	(114)	(99)	(109)	(177)	(98)	(69)	(54)	(426)	(398)	(40)
기타	27	1	14	(103)	8	(23)	(17)	(14)	(60)	(46)	(28)
OPM	(15.9)	(6.1)	(0.3)	(4.4)	5.4	4.6	3.3	3.5	(7.5)	4.1	3.8
경유	(20.4)	(9.6)	0.7	(4.0)	7.1	3.2	1.5	1.9	(9.8)	3.1	2.5
윤활유	4.5	7.9	11.7	19.2	21.5	29.7	25.7	24.7	11.1	25.5	20.6
석유화학	(4.6)	4.1	(3.0)	(2.8)	5.7	7.2	6.7	6.3	(1.7)	6.5	5.8
배터리	(36.3)	(33.6)	(20.3)	(21.9)	(33.6)	(15.5)	(9.0)	(6.0)	(26.5)	(14.1)	(0.9)
기타	11.7	0.7	6.1	66.2	5.5	(17.0)	(15.3)	(11.9)	(12.3)	(9.2)	(5.0)

자료: SK이노베이션, BNK투자증권 추정

## < 컨퍼런스콜 Q&A 요약 >

### 1) 배터리 분할 후 IPO 계획

이번 분할은 향후 투자 재원이 필요할 때 적시에 조달하기 위한 사전 작업  
하지만 자금조달 규모 및 시기, 조달 방법 등은 현재 결정된 것이 없음  
자체 OCF, JV와의 투자비 부담, 현지국가의 보조금 등 고려할 변수가 많아  
이러한 점 등을 고려하면서 자금조달 계획 수립할 것

### 2) 분할 후 존속법인 성장 전략 및 BMR 구체적 설명

배터리 사업을 앵커로 삼아 신규사업을 발굴, 추진할 계획  
BMR (Battery Metal Recycle) 외에도 연관 사업을 신규 발굴할 것  
배터리 사업이 크게 확대되면서 자연스럽게 Recycle 사업 확대될 전망  
BMR 사업은 배터리 공장에서 발생하는 스크랩과, 2025년 이후 본격화 예상되는  
폐배터리에서 리튬, NCM 회수하는 비즈니스 모델  
NCM 회수는 이미 상용화돼 있는 기술이고, 당사 BMR 사업에서 핵심은 리튬 회수 기술  
당사가 독자 개발한 리튬 선회수 기술로 미국, 중국, 유럽 등지에서 BMR 사업 진행할 계획

### 3) 배터리 수주 잔고

Ford와의 JV에서 예정된 수주 물량까지 포함해서  
현재 수주잔고 1,000GWh, 매출액 환산 130조원에 달함  
소송 불확실성 해소되면서, 논의 중이던 추가 수주건들도 조만간 가시화될 전망

### 4) Ford와 배터리 JV 일정 update

올해 5월 Ford와 MOU 체결했고, 현재는 구체적인 사업 방향 논의 중  
상업가동 시기는 2025년이고, Capa 60기가와트  
OEM 물량에 맞춰 순차적 증설 예정  
Ford는 2030년까지 전체 생산량의 40%를 전기차로 전환하고,  
이를 충당하기 위해서 연간 배터리 240기가와트 필요하다고 발표  
이를 감안하면 현재 진행 중인 60기가와트 이후에 추가 확장 기회 있을 것으로 예상

**5) 배터리 투자 5년간 17조원 필요하다고 했었는데 조달 방법은?**

투자비 17조원은 2025년 Capa 200기가와트 달성에 필요한 자금 규모  
자금 조달 방식별로 구체적 금액은 확정돼 있지 않으나,  
배터리 사업 현금흐름, Ford의 JV 분담금, 각국 정부 보조금, 차입 등으로 구성될 것

**6) 정유, 석유화학도 일부 지분매각 고려 중인지?**

정유 사업도 JV 파트너링 등 다양한 방법 고려 중  
최근 언론 보도로 SK 종합화학 매각설이 다시 나왔는데, 아직 구체적으로 결정된 내용 없음  
구체화되는 내용이 있으면 공시 등을 통해 내용 공유하겠음

**7) PX 시황 전망**

폴리에스터 소비 회복으로 전방산업 시황 상당히 개선  
이에 따라 PX Spread는 전년대비 크게 개선된 상태  
하반기 PX 시황은, 전방산업인 PTA 증설과 PX 메이커 증설이 혼재  
수요, 공급 증설이 밸런스 이루면서 하반기에도 상반기 수준 Spread 유지될 전망  
벤젠은 다운스트림 수요 호조, 공급 감소로 2Q에 Spread 크게 확대  
하반기에는 정기보수 종료로 공급 증가하면서 2Q보다는 다소 낮아질 전망

**8) 하반기 정제 마진 전망**

최근 코로나 델타변이 확산됨에도 불구하고, 백신 접종률 확대, 선진국 경기 정상화 등에  
힘입어 하반기 정제 마진 개선 예상  
2Q 정유 수요 +100만 b/d QoQ 증가했는데 3Q에는 +300만 b/d QoQ 예상  
빠르면 3Q 말~4Q 초에 꽤 큰 폭의 정제 마진 개선 가능할 전망

**9) 윤활기유 시황, 수급 전망**

당사가 집중하는 고급기유의 경우 내년까지도 신증설 물량이 크게 없음  
다만 정유설비 가동률이 높아지면 공급 증가 가능성 있으나,  
전방 수요 양호한 가운데 환경규제 대응 수요도 더해져 고급기유 시황 견조할 전망

Fig. 2: Spot 정제마진 추이



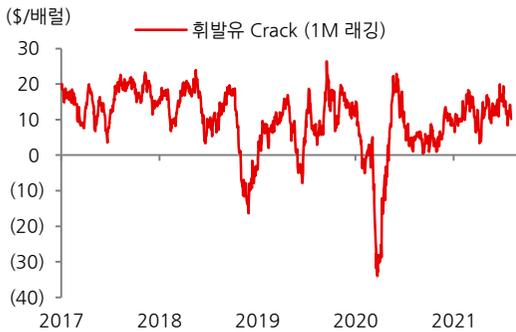
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 3: OSP 반영한 1M 래깅 정제마진



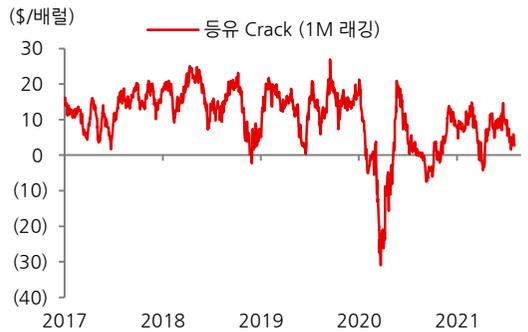
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 4: 휘발유 Crack 추이



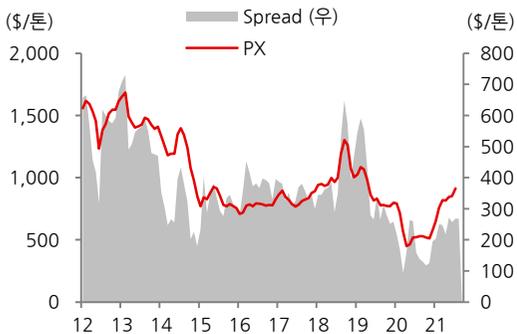
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 5: 등유 Crack 추이



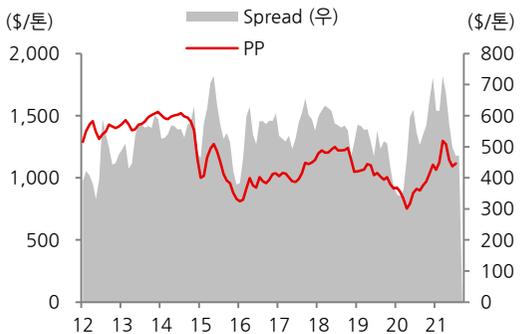
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 6: PX 가격 및 Spread 추이



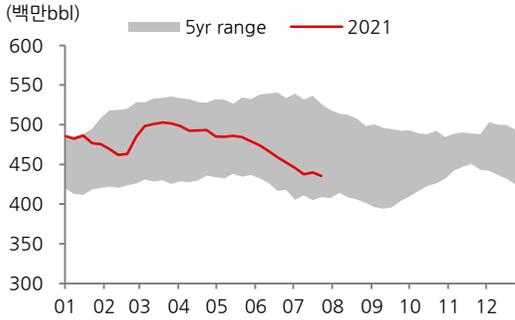
자료: cischem, BNK투자증권

Fig. 7: PP 가격 및 Spread 추이



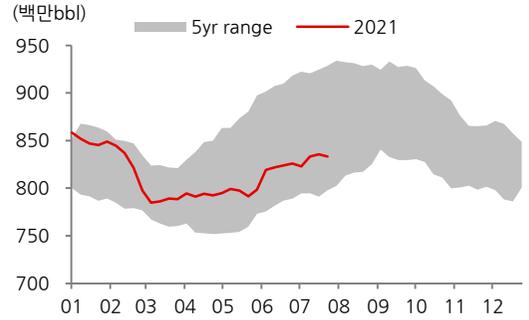
자료: cischem, BNK투자증권

Fig. 8: 미국 원유 재고 추이



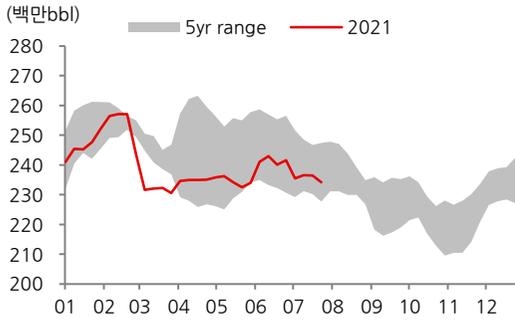
자료: EIA, BNK투자증권 주: 가로 축은 '월'을 의미

Fig. 9: 미국 석유제품 재고 추이



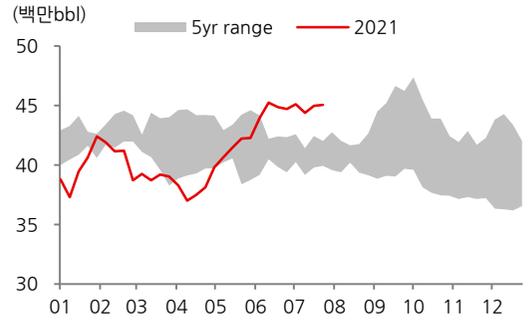
자료: EIA, BNK투자증권 주: 가로 축은 '월'을 의미

Fig. 10: 미국 휘발유 재고 추이



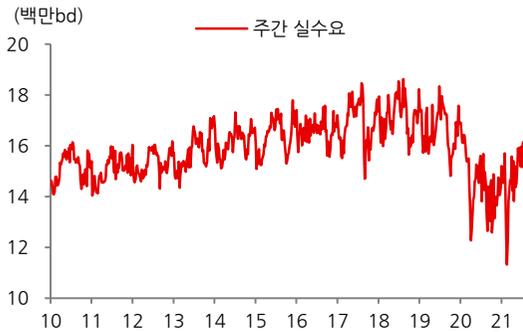
자료: EIA, BNK투자증권 주: 가로 축은 '월'을 의미

Fig. 11: 미국 항공유 재고 추이



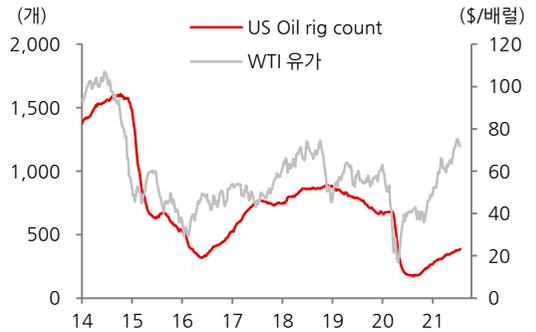
자료: EIA, BNK투자증권 주: 가로 축은 '월'을 의미

Fig. 12: 미국 원유 실수요 추이



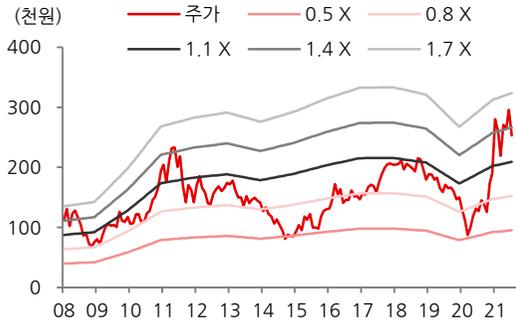
자료: EIA, BNK투자증권

Fig. 13: WTI 유가 vs. Rig Count



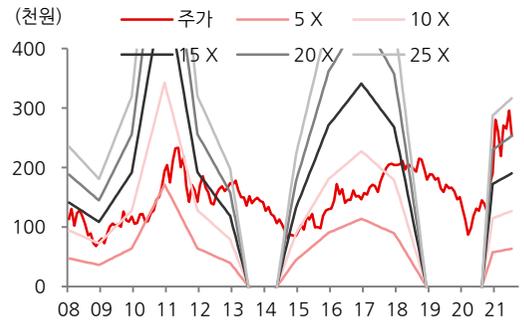
자료: EIA, BNK투자증권

Fig. 14: PBR Band 차트



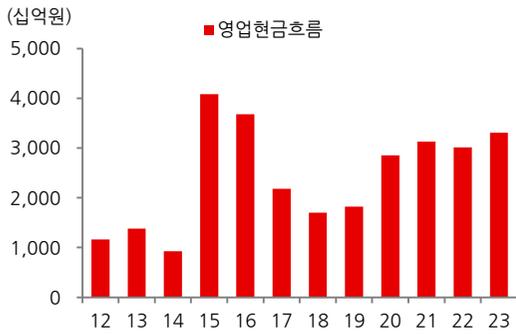
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 15: PER Band 차트



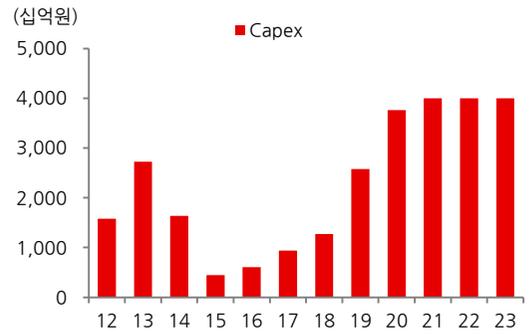
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 16: 영업현금흐름 추이 및 전망



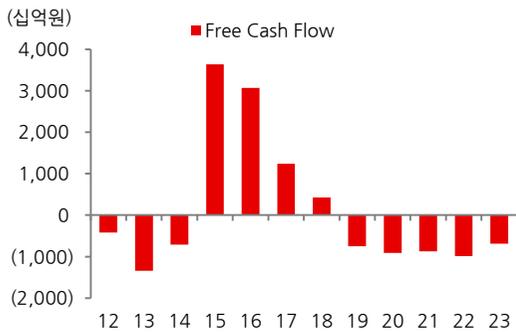
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 17: Capex 추이 및 전망



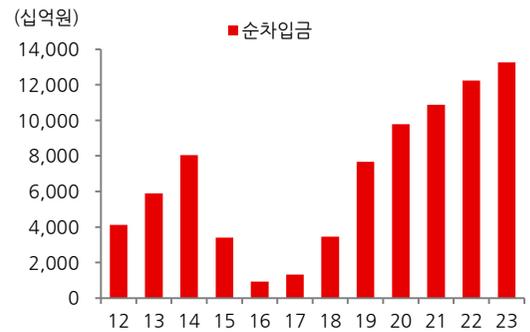
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 18: Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 19: 순차입금 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

**재무상태표**

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	17,354	13,295	15,725	17,213	17,839
현금성자산	2,196	2,941	2,442	1,618	1,417
매출채권	4,138	2,506	3,340	3,921	4,129
재고자산	6,495	3,878	4,654	5,464	5,754
비유동자산	22,181	25,203	27,903	30,441	32,829
투자자산	4,314	4,311	4,553	4,789	5,014
유형자산	15,418	17,878	20,449	22,851	25,102
무형자산	1,173	1,224	1,111	1,012	924
<b>자산총계</b>	<b>39,535</b>	<b>38,498</b>	<b>43,628</b>	<b>47,655</b>	<b>50,668</b>
유동부채	10,457	11,015	13,392	14,695	14,840
매입채무	4,928	2,764	3,684	4,325	4,554
단기차입금	1,132	1,530	1,530	1,530	1,530
비유동부채	10,864	12,025	13,686	15,298	16,838
사채및장기차입금	8,844	10,630	12,130	13,630	15,130
<b>부채총계</b>	<b>21,321</b>	<b>23,040</b>	<b>27,077</b>	<b>29,993</b>	<b>31,678</b>
지배기업지분	17,468	14,540	15,575	16,647	17,930
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,942	5,942	5,942	5,942
이익잉여금	12,175	9,891	10,927	11,999	13,281
<b>자본총계</b>	<b>18,213</b>	<b>15,458</b>	<b>16,551</b>	<b>17,662</b>	<b>18,990</b>
총차입금	12,307	14,806	16,106	17,112	18,114
순차입금	7,665	9,781	10,886	12,233	13,264

**현금흐름표**

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>1,826</b>	<b>2,851</b>	<b>3,128</b>	<b>3,015</b>	<b>3,310</b>
당기순이익	66	-2,147	1,134	1,306	1,524
비현금비용	2,777	2,582	2,483	2,691	2,950
감가상각비	1,208	1,367	1,542	1,698	1,837
비현금수익	-822	-1,439	-199	-218	-226
자산및부채의증감	535	4,272	502	81	29
매출채권감소	294	1,817	-833	-581	-208
재고자산감소	-67	2,635	-776	-810	-290
매입채무증가	236	-2,679	919	641	229
법인세환급(납부)	-529	-190	-538	-560	-653
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-3,167</b>	<b>-4,129</b>	<b>-4,884</b>	<b>-4,650</b>	<b>-4,318</b>
유형자산증가	-2,577	-3,763	-4,000	-4,000	-4,000
유형자산감소	80	6	0	0	0
무형자산순감	-167	-114	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>1,686</b>	<b>2,145</b>	<b>1,258</b>	<b>747</b>	<b>751</b>
차입금증가	4,237	2,499	1,300	1,006	1,002
자본의증감	0	176	0	0	0
배당금지급	-1,004	-149	-42	-259	-251
현금의증가	370	745	-498	-824	-201
기말현금	2,196	2,941	2,442	1,618	1,417
잉여현금흐름(FCF)	-751	-912	-872	-985	-690

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	<b>49,307</b>	<b>34,165</b>	<b>45,524</b>	<b>53,448</b>	<b>56,281</b>
매출원가	46,344	34,643	41,468	49,054	51,371
매출총이익	2,963	-478	4,056	4,394	4,910
매출총이익률	6.0	-1.4	8.9	8.2	8.7
판매비와관리비	1,849	2,090	2,194	2,366	2,532
판매비율	3.7	6.1	4.8	4.4	4.5
<b>영업이익</b>	<b>1,114</b>	<b>-2,569</b>	<b>1,862</b>	<b>2,028</b>	<b>2,378</b>
영업이익률	2.3	-7.5	4.1	3.8	4.2
EBITDA	2,322	-1,202	3,403	3,726	4,215
영업외손익	-613	-301	-189	-162	-202
금융이자손익	-243	-296	-342	-373	-401
외화관련손익	-111	52	0	0	0
기타영업외손익	-259	-57	153	211	199
<b>세전이익</b>	<b>501</b>	<b>-2,870</b>	<b>1,673</b>	<b>1,866</b>	<b>2,176</b>
세전이익률	1.0	-8.4	3.7	3.5	3.9
법인세비용	256	-628	538	560	653
법인세율	51.1	21.9	32.2	30.0	30.0
계속사업이익	245	-2,242	1,134	1,306	1,524
<b>당기순이익</b>	<b>66</b>	<b>-2,147</b>	<b>1,134</b>	<b>1,306</b>	<b>1,524</b>
당기순이익률	0.1	-6.3	2.5	2.4	2.7
지배기업순이익	-36	-2,173	1,077	1,267	1,478
총포괄손익	151	-2,457	1,134	1,306	1,524

**주요투자지표**

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS (원)	-381	-23,185	11,496	13,521	15,769
BPS	198,540	172,589	183,639	195,077	208,762
CFPS	21,564	-10,713	36,482	40,327	45,322
DPS	3,000	0	2,000	3,000	4,000
PER (배)	-	-	21.2	18.0	15.4
PSR	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	0.8	1.1	1.3	1.2	1.2
PCR	7.0	-	6.7	6.0	5.4
EV/EBITDA	9.7	-	10.2	9.7	8.8
배당성향 (%)	396.6	0.0	14.5	18.9	21.6
배당수익률	2.0	0.0	0.7	1.1	1.5
매출액증가율	-9.1	-30.7	33.3	17.4	5.3
영업이익증가율	-47.0	0.0	0.0	8.9	17.3
순이익증가율	0.0	0.0	0.0	17.6	16.6
EPS증가율	0.0	0.0	0.0	17.6	16.6
부채비율 (%)	117.1	149.0	163.6	169.8	166.8
차입금비율	67.6	95.8	97.3	96.9	95.4
순차입금/자기자본	42.1	63.3	65.8	69.3	69.8
ROA (%)	0.2	-5.5	2.8	2.9	3.1
ROE	-0.2	-13.6	7.2	7.9	8.5
ROIC	2.5	-9.2	5.8	5.9	6.3

주: K-IFRS 연결 기준, 2021/08/04 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%)	
				평균	H/L
SK이노베이션 (096770)	20/04/06	매수	130,000원	-25.1	-22.7
	20/05/06	매수	130,000원	-24.2	-18.1
	20/05/22	매수	130,000원	-3.4	5.0
	20/07/09	매수	170,000원	-24.3	-20.6
	20/07/29	매수	170,000원	-9.7	10.0
	20/10/14	매수	170,000원	-20.2	-17.1
	20/10/30	매수	170,000원	-2.3	12.9
	20/12/21	매수	240,000원	4.5	22.5
	21/02/01	매수	390,000원	-34.9	-18.6
	21/04/05	매수	350,000원	-23.8	-19.0
	21/05/13	매수	350,000원	-21.0	-15.6
	21/07/08	매수	350,000원	-25.2	-22.1
	21/08/04	매수	350,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2021.06.30 기준) / 매수(Buy) 87%, 보유(Hold) 13%, 매도(Sell) 0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.