

# SK이노베이션(096770)

## 증장기 주주환원 방향 제시

### 투자자들의 가장 큰 고민을 반영한 주주환원 정책 발표

SK이노베이션은 30일 정기주총을 통해 증장기 주주환원 방향에 대해 공유했다. 먼저 2024~2025년 배당에 대해 최소 2,000원 수준의 현금배당을 가이드라인(기존 배당성향 30% 이상)으로 제시했다. 더욱 중요하게 SK온 IPO 시 주주가치를 보호하기 위한 방안들을 발표했다. 향후 IPO가 가시화되는 시점에 SK이노베이션 주주들을 대상으로 공개매수에 나서며 이 때 현금 대신 SK온 주식을 지급할 예정이다. 자사주 매입 규모는 시가총액의 10% 수준이며 취득 후 소각할 계획이다. 또한 SK온 IPO 이후에는 특별배당을 실시해 구주매출 자금의 일부를 환원할 방침이다. 기업공개 시점에 대해서는 SK온의 수익성이 충분히 확보될 것으로 예상되는 2025~2027년을 적기로 제시했다. SK온 수익성 가이드는 2023년 연간 EBITDA 흑자, 2024년 영업이익 흑자전환 전망을 유지했다.

### 자회사 IPO 관련 불확실성을 완화시킨다는 점에서 긍정적

이번 주주환원 방안은 아직 “검토” 단계이며 공개매수, 특별배당 등 주요 내용들은 모두 2~3년 뒤에 확정된다. 실제 SK온 교환 비율 등 정확한 주주환원 규모를 가늠하기 이르다. 다만 주가가 14% 급등했음에서 알 수 있듯이 자회사 상장에 따른 주주가치 훼손 우려는 SK이노베이션의 가장 큰 디스카운트 요인이었다. 사실상 기존 주주에게 SK온 주식 취득의 길을 열어주고 향후 IPO 과정에서 예상되는 불확실성으로부터 보호하겠다는 의지를 보여줬다는 점에서 긍정적이다. 이제 리레이팅을 위해 남은 관건은 실제 배터리 부문의 수익성 회복 속도에 달려 있다.

### 변화는 느리지만 꾸준히 진행 중, 큰 그림에 주목할 시점

SK이노베이션에 대해 매수 의견과 목표주가 24만원(SOTP 방식 적용)을 유지한다. 1분기 실적은 예상보다 부진할 전망이다, 유가 하락으로 이미 주가에 반영된 악재라고 판단된다. 정유 수급은 제한적인 증설 스케줄과 중국 리오프닝 효과 덕분에 구조적으로 타이트하다. 따라서 정제마진이나 유가에 대한 추가적인 우려는 제한적이다. 향후 투자심리는 자회사 성장성에 대한 기대감을 반영해갈 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2021A	46,853	1,742	292	3,491	NM	3,255	68.3	10.1	1.2	1.8	0.0
2022A	78,057	3,917	1,569	18,511	430.2	5,710	8.3	5.7	0.7	8.5	0.0
2023F	77,020	2,020	620	7,261	(60.8)	3,998	25.8	9.2	0.8	3.1	0.0
2024F	78,541	3,270	1,515	17,742	144.3	5,435	10.6	6.9	0.8	7.2	1.1
2025F	81,787	3,611	1,678	19,655	10.8	5,910	9.5	6.4	0.7	7.5	1.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 240,000원(유지)

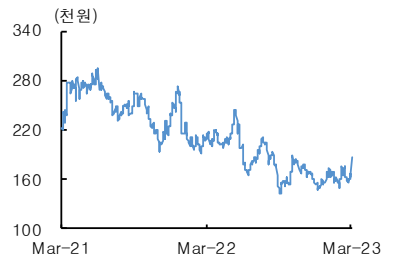
### Stock Data

KOSPI(3/30)	2,453
주가(3/30)	187,200
시가총액(십억원)	17,310
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	244,000/143,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	92,060
유동주식비율/외국인지분율(%)	57.3/24.2
주요주주(%)	SK 외 35 인 33.8
	국민연금공단 8.3

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	24.7	30.5	(11.5)
KOSPI 대비(%p)	23.0	16.6	(0.8)

### 주가추이

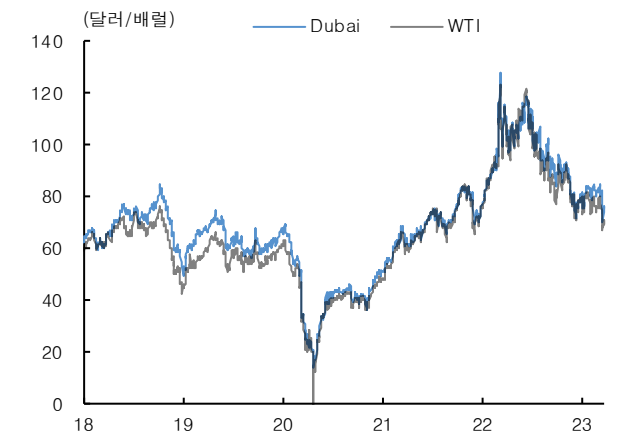


자료: FnGuide

### 최고운

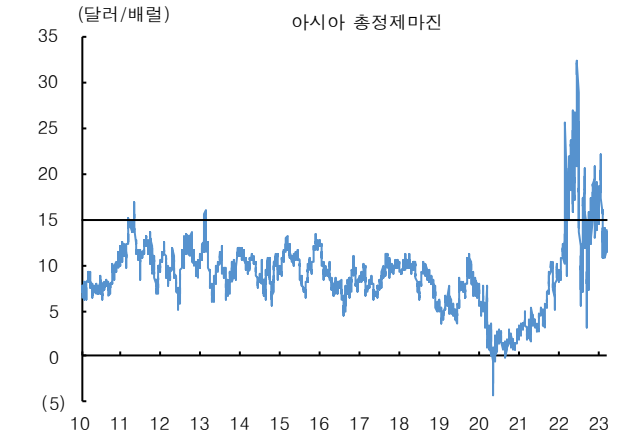
gowoon@koreainvestment.com

[그림 1] 유가는 경기둔화 우려로 70달러대 하락했지만



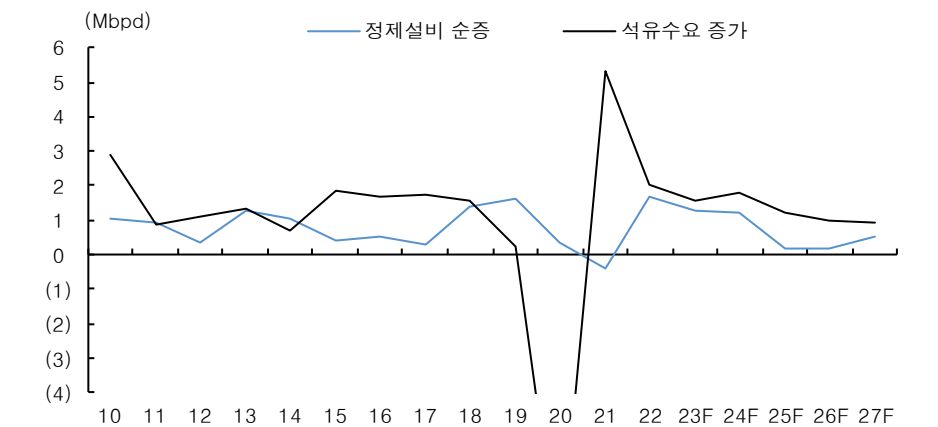
자료: 한국석유공사, 한국투자증권

[그림 2] 정제마진은 변동성이 높지만 여전히 견조



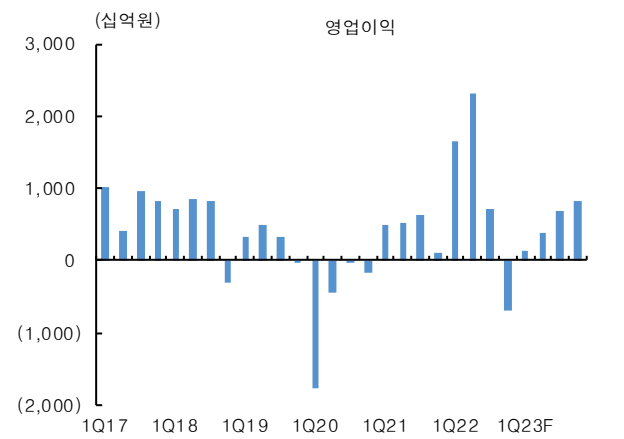
자료: 한국석유공사, 한국투자증권

[그림 3] 글로벌 정유 수급은 제한적인 증설과 중국 리오픈 효과로 개선될 전망



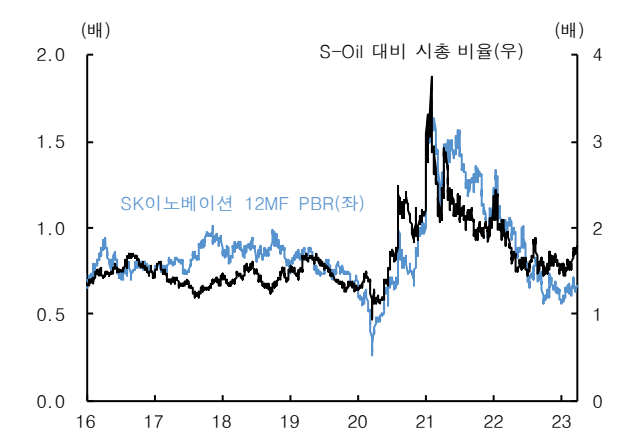
자료: BP, EIA, OPEC, 산업지려. 한국투자증권

[그림 4] 이익 턴어라운드까지는 다소 시간이 필요



자료: SK이노베이션, 한국투자증권

[그림 5] 이번 주주환원 방안은 디스카운트 해소에 긍정적



자료: Quantiwise, 한국투자증권

## 〈표 1〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2022				2023F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2021	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>16,262</b>	<b>19,905</b>	<b>22,753</b>	<b>19,137</b>	<b>18,632</b>	<b>18,692</b>	<b>20,155</b>	<b>19,542</b>	<b>46,853</b>	<b>78,057</b>	<b>77,020</b>	<b>78,541</b>
석유	10,643	14,016	15,769	12,154	11,263	10,995	12,039	10,464	29,597	52,582	44,760	43,577
화학	2,806	2,893	2,912	2,416	2,550	2,632	2,654	2,548	9,543	11,027	10,384	10,133
윤활유	1,043	1,228	1,415	1,296	1,012	1,002	1,012	1,022	3,351	4,982	4,048	4,169
기타	1,770	1,768	2,657	3,271	3,807	4,063	4,449	5,508	4,362	9,467	17,827	20,662
<b>매출 증가율</b>	<b>76.0</b>	<b>79.0</b>	<b>85.0</b>	<b>34.8</b>	<b>14.6</b>	<b>(6.1)</b>	<b>(11.4)</b>	<b>2.1</b>	<b>35.6</b>	<b>66.6</b>	<b>(1.3)</b>	<b>2.0</b>
석유	81.1	93.4	100.2	41.4	5.8	(21.6)	(23.7)	(13.9)	30.7	77.7	(14.9)	(2.6)
화학	36.1	23.4	13.6	(6.2)	(9.1)	(9.0)	(8.8)	5.5	35.3	15.5	(5.8)	(2.4)
윤활유	63.9	61.0	55.1	24.7	(3.0)	(18.4)	(28.5)	(21.1)	41.3	48.7	(18.7)	3.0
<b>영업이익</b>	<b>1,649</b>	<b>2,329</b>	<b>704</b>	<b>(683)</b>	<b>126</b>	<b>374</b>	<b>690</b>	<b>829</b>	<b>1,742</b>	<b>3,999</b>	<b>2,020</b>	<b>3,270</b>
석유	1,507	2,229	317	(661)	121	323	511	532	1,162	3,391	1,487	1,883
화학	31	76	108	(88)	36	28	72	49	162	127	185	406
윤활유	212	255	336	268	236	213	212	220	961	1,071	881	578
기타	(100)	(231)	(57)	(202)	(266)	(189)	(105)	28	(542)	(591)	(533)	404
<b>영업이익률</b>	<b>10.1</b>	<b>11.7</b>	<b>3.1</b>	<b>(3.6)</b>	<b>0.7</b>	<b>2.0</b>	<b>3.4</b>	<b>4.2</b>	<b>3.7</b>	<b>5.1</b>	<b>2.6</b>	<b>4.2</b>
석유	14.2	15.9	2.0	(5.4)	1.1	2.9	4.2	5.1	3.9	6.4	3.3	4.3
화학	1.1	2.6	3.7	(3.7)	1.4	1.1	2.7	1.9	1.7	1.2	1.8	4.0
윤활유	20.3	20.8	23.8	20.7	23.3	21.3	20.9	21.6	28.7	21.5	21.8	13.9
<b>세전이익</b>	<b>1,376</b>	<b>2,010</b>	<b>303</b>	<b>(829)</b>	<b>(125)</b>	<b>132</b>	<b>473</b>	<b>658</b>	<b>818</b>	<b>2,860</b>	<b>1,138</b>	<b>2,539</b>
증가율	NM	210.1	(56.9)	NM	NM	(93.4)	56.0	NM	NM	249.5	(60.2)	NM
<b>지배주주 순이익</b>	<b>794</b>	<b>1,276</b>	<b>75</b>	<b>(576)</b>	<b>(68)</b>	<b>72</b>	<b>258</b>	<b>359</b>	<b>292</b>	<b>1,569</b>	<b>620</b>	<b>1,515</b>
증가율	NM	583.0	(82.4)	NM	NM	(94.4)	244.5	NM	NM	437.2	(60.5)	NM

자료: SK이노베이션, 한국투자증권

## 기업개요

SK이노베이션은 우리나라 대표 에너지 기업으로 SK에너지, SK지오센트릭, SK인천석유화학, SK루브리컨츠, SK온, SK아이이테크놀로지, SK어스온 등을 주요 자회사로 석유화학, 자원개발, 배터리, 정보전자소재 사업을 영위하고 있음. 2022년 기준 매출 비중은 석유 67%, 화학 14%, 윤활유 6%, 배터리 10% 등으로 구성되어 있음.

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>46,853</b>	<b>78,057</b>	<b>77,020</b>	<b>78,541</b>	<b>81,787</b>
매출원가	42,672	71,030	71,880	73,300	76,123
매출총이익	4,181	7,027	5,140	5,241	5,663
판매관리비	2,440	3,110	3,120	1,971	2,052
<b>영업이익</b>	<b>1,742</b>	<b>3,917</b>	<b>2,020</b>	<b>3,270</b>	<b>3,611</b>
영업이익률(%)	3.7	5.0	2.6	4.2	4.4
EBITDA	3,255	5,710	3,998	5,435	5,910
EBITDA Margin(%)	6.9	7.3	5.2	6.9	7.2
영업외수익	(923)	(1,057)	(882)	(731)	(798)
금융수익	2,282	7,097	7,123	5,501	5,491
금융비용	3,023	8,107	7,950	6,360	6,357
기타영업외손익	(619)	(50)	0	0	(52)
관계기업관련손익	437	2	(55)	128	120
<b>세전계속사업이익</b>	<b>818</b>	<b>2,860</b>	<b>1,138</b>	<b>2,539</b>	<b>2,813</b>
법인세비용	374	965	389	869	962
연결당기순이익	489	1,895	749	1,671	1,851
<b>지배주주지분순이익</b>	<b>292</b>	<b>1,569</b>	<b>620</b>	<b>1,515</b>	<b>1,678</b>
지배주주순이익률(%)	0.6	2.0	0.8	1.9	2.1
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	35.6	66.6	-1.3	2.0	4.1
영업이익 증가율	NM	124.9	-48.4	61.9	10.4
지배주주순이익 증가율	NM	437.2	-60.5	144.4	10.8
EPS 증가율	NM	430.2	-60.8	144.3	10.8
EBITDA 증가율	NM	75.4	-30.0	35.9	8.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>(495)</b>	<b>407</b>	<b>4,553</b>	<b>3,498</b>	<b>3,825</b>
당기순이익	489	1,895	749	1,671	1,851
유형자산감가상각비	1,408	1,616	1,796	1,979	2,106
무형자산상각비	105	177	182	186	193
자산부채변동	(2,585)	(4,270)	1,646	(371)	(392)
기타	88	989	180	35	67
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(4,111)</b>	<b>(5,123)</b>	<b>(5,024)</b>	<b>(3,564)</b>	<b>(3,429)</b>
유형자산투자	(3,175)	(6,777)	(5,046)	(4,083)	(2,943)
유형자산매각	902	67	0	0	0
투자자산순증	(1,803)	1,828	18	413	(93)
무형자산순증	(78)	(288)	(154)	(226)	(280)
기타	43	46	158	332	(113)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>5,030</b>	<b>10,507</b>	<b>(1,965)</b>	<b>(345)</b>	<b>(531)</b>
자본의증가	3,455	1,703	0	0	0
차입금의순증	1,593	9,019	(1,836)	(18)	(187)
배당금지급	(25)	(217)	(0)	(0)	(171)
기타	7	2	(129)	(327)	(173)
기타현금흐름	60	265	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>483</b>	<b>6,055</b>	<b>(2,436)</b>	<b>(411)</b>	<b>(135)</b>
FCF	(3,023)	(5,834)	(49)	(202)	1,203

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

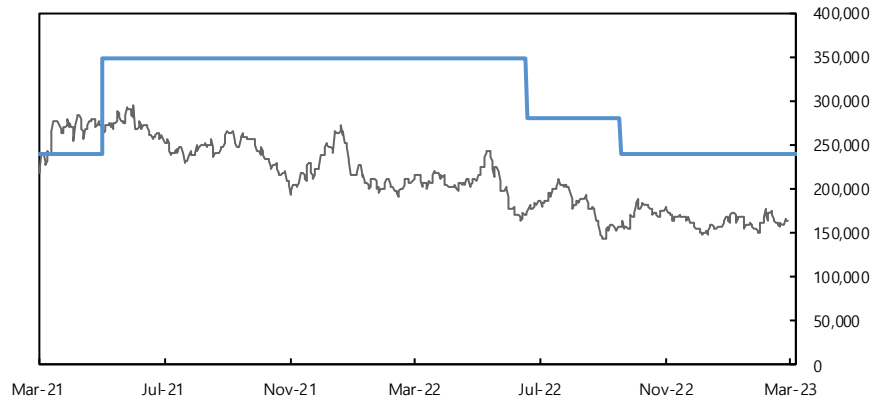
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>49,545</b>	<b>67,219</b>	<b>65,943</b>	<b>67,062</b>	<b>69,002</b>
유동자산	21,482	31,967	27,576	26,785	27,483
현금성자산	3,424	9,479	7,043	6,632	6,497
매출채권및기타채권	5,130	8,095	7,988	7,753	8,073
재고자산	7,849	11,858	10,160	10,360	10,789
비유동자산	28,063	35,252	38,368	40,277	41,520
투자자산	4,930	5,518	5,445	5,160	5,373
유형자산	19,337	25,111	28,361	30,465	31,302
무형자산	1,907	2,078	2,050	2,091	2,177
<b>부채총계</b>	<b>29,924</b>	<b>43,977</b>	<b>41,952</b>	<b>41,571</b>	<b>41,832</b>
유동부채	14,512	27,557	26,054	25,372	25,383
매입채무및기타채무	11,324	14,411	14,219	13,715	14,281
단기차입금및단기사채	864	7,559	6,883	6,712	6,457
유동성장기부채	1,831	4,840	4,164	4,028	3,892
비유동부채	15,412	16,419	15,898	16,200	16,449
사채	10,106	8,420	8,045	8,123	8,184
장기차입금및금융부채	4,666	6,495	6,369	6,563	6,689
<b>자본총계</b>	<b>19,621</b>	<b>23,242</b>	<b>23,991</b>	<b>25,490</b>	<b>27,170</b>
지배주주지분	17,311	19,652	20,271	21,615	23,122
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	7,698	8,198	8,198	8,198	8,198
기타자본	(1,555)	(1,323)	(1,323)	(1,323)	(1,323)
이익잉여금	10,199	11,580	12,199	13,543	15,050
비지배주주지분	<b>2,310</b>	<b>3,591</b>	<b>3,720</b>	<b>3,875</b>	<b>4,048</b>
순차입금	10,004	16,190	16,928	17,683	17,582

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,491	18,511	7,261	17,742	19,655
BPS	201,360	223,892	230,505	244,843	260,923
DPS	0	0	0	2,000	2,000
<b>수익성(%)</b>					
ROA	1.1	3.2	1.1	2.5	2.7
ROE	1.8	8.5	3.1	7.2	7.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	1.3	1.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	11.3	10.2
<b>안정성</b>					
부채비율(x)	152.5	189.2	174.9	163.1	154.0
차입금/자본총계비율(%)	89.1	117.7	106.3	100.0	93.1
이자보상배율(x)	4.4	6.1	2.7	4.5	4.9
순차입금/EBITDA(x)	3.1	2.8	4.2	3.3	3.0
<b>Valuation(x)</b>					
PER	68.3	8.3	21.8	8.9	8.1
최고	93.8	15.0	24.8	10.1	9.2
최저	55.3	7.7	19.8	8.1	7.3
PBR	1.2	0.7	0.7	0.6	0.6
최고	1.6	1.2	0.8	0.7	0.7
최저	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6
PSR	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	10.1	5.7	8.5	6.4	5.9

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK이노베이션 (096770)	2020.08.18	매수	240,000원	-11.4	32.3
	2021.05.31	매수	350,000원	-32.9	-15.6
	2022.05.31	1년경과		-42.1	-30.3
	2022.07.18	매수	280,000원	-35.3	-24.8
	2022.10.17	매수	240,000원	-	-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2023년 3월 31일 현재 SK이노베이션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK이노베이션 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
86.4%	13.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.