

## Company Brief

2023-11-06

## SK 이노베이션(096770)

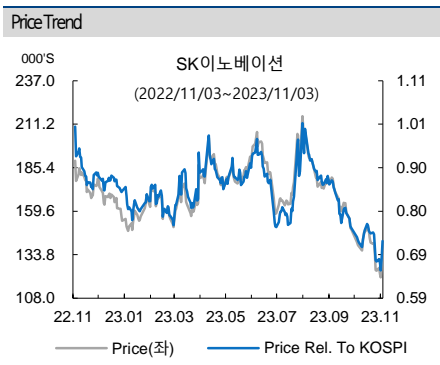
## 이제야 조금씩 선명해지는 SK-On 방향성

Buy (Maintain)

|                |               |
|----------------|---------------|
| 목표주가(12M)      | 200,000 원(하향) |
| 증가(2023/11/03) | 137,100 원     |
| 상승여력           | 45.9 %        |

| Stock Indicator |                   |
|-----------------|-------------------|
| 자본금             | 469십억원            |
| 발행주식수           | 10,066만주          |
| 시가총액            | 13,800십억원         |
| 외국인지분율          | 21.2%             |
| 52 주 주가         | 120,400~216,000 원 |
| 60 일평균거래량       | 598,591 주         |
| 60 일평균거래대금      | 94.3십억원           |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M    | 6M    | 12M   |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률    | -7.9 | -33.6 | -20.4 | -26.1 |
| 상대수익률    | -3.9 | -24.5 | -15.0 | -27.8 |



| FY           | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 78,057  | 76,689  | 76,279  | 82,226  |
| 영업이익(십억원)    | 3,917   | 2,633   | 3,523   | 7,026   |
| 순이익(십억원)     | 1,569   | 646     | 1,073   | 2,784   |
| EPS(원)       | 16,743  | 6,897   | 11,449  | 29,704  |
| BPS(원)       | 209,698 | 212,082 | 222,472 | 249,650 |
| PER(배)       | 9.2     | 19.9    | 12.0    | 4.6     |
| PBR(배)       | 0.7     | 0.6     | 0.6     | 0.5     |
| ROE(%)       | 8.5     | 3.1     | 4.8     | 11.6    |
| 배당수익률(%)     | 0.0     | 0.0     | 1.5     | 1.5     |
| EV/EBITDA(배) | 5.1     | 6.8     | 6.0     | 3.8     |

주-K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학] 전유진  
(2122-9193) yujinjn@hi-ib.com

[RA] 이주완  
(2122-9213) jwlee@hi-ib.com

## 목표주가 20만원 하향, 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가를 25만원에서 20만원으로 하향조정한다. 24년 실적 추정치 변경 및 멀티플 조정 적용에 기인한다. 금번 목표주가 산정에서 각 사업부문별 가치는 SK-On 8.9조원, 정유 10.9조원, 화학 4.4조원 등으로 각각 추정하였다. 투자의견 매수를 유지한다. 연말까지 SK-On 적자규모가 뚜렷하게 축소되고, 24년 1분기를 기점으로 완전한 흑자전환 구간 진입이 예상되는 등 이제야 조금씩 방향성이 선명해지고 있다고 판단돼 긍정적인 시각을 유지한다.

## 3Q23 Review: 영업이익 1.56조원(컨센서스 1.05조원 대비 +49%)

3분기 영업이익은 1조 5,631억원(흑자전환 QoQ)으로 컨센서스 1조 465억원 대비 +49.3% 상회했는데, 유가 및 정제마진 강세로 정유부문이 1.1조원의 대규모 이익을 창출한 영향이다. SK-On 미국공장 생산성 개선과 AMPC 반영에 따른 적자규모 축소도 긍정적으로 작용했다.

정유 부문은 1조 1,125억원으로 QoQ 흑자전환했는데, 유가 및 정제마진 상승과 약 4천억원 이상의 재고이익 반영에 기인하였다. 화학 부문 역시 재고이익 발생으로 +39.2%QoQ 증가한 2,370억원을 기록했고, 윤활유는 재고효과로 영업이익은 전 분기와 유사했으나 판매량 감소와 기유 스프레드 축소로 수익성은 소폭 하향조정되었다.

SK-On 영업손익은 -861억원으로 전 분기 -1,315억원 대비 적자축소되었는데, 배터리 CAPA 확대되며 사업 본격화되었던 2020년 이후 가장 낮은 규모의 적자라는 점에서 고무적이었다. 이는 미국 공장 생산성 향상과 2,100억원의 AMPC 보조금이 반영된 영향이다. 다만, AMPC 효과를 제거하면 평가 하락 및 고가메탈 투입에 따른 역래깅효과로 수익성은 -9.3%로 3분기 -8.1% 대비 소폭 확대되었던 것으로 추정된다. 4분기에도 평가 하락과 메탈 역래깅효과 지속 예상되나, 미국 공장 생산성 추가 개선 및 약 2천억원의 AMPC 보조금 반영으로 영업적자는 -380억원 수준으로 그 규모가 보다 축소될 것으로 전망한다. 참고로 금번 컨퍼런스 콜에서 동사는 4분기 SK-On에 대해 AMPC 보조금 포함 영업이익 흑자전환 가이드언스를 제시하였다.

## 이제야 조금씩 선명해지는 SK-on 방향성

당사는 SK-On 미국공장 생산량 확대와 IRA 반영으로 연말까지 적자규모 점차 줄여가고, 24년 1분기 기점으로 흑자전환 구간 진입할 것으로 전망한다. 과거 경쟁사의 본격적인 주가 상승이 분기 영업이익 흑전 시기와 맞물렸음을 감안하면 동사 주가의 상승 궤도 역시 멀지 않았다.

24년엔 정유업황도 생각보다 나쁘지 않을 전망이다. 글로벌 경기위축과 고금리, 고유가 등의 여건에서 강한 수요를 기대하긴 어렵겠지만, 그럼에도 신규 증설 물량이 이에 못 미치는 만큼 전반적으로 타이트한 밸러스는 이어질 것으로 예상된다. 미국과 아시아 주요 국가들의 가동률 또한 올해 90~95% 수준에서 유지되어 왔음을 고려하면 추가 생산여력도 부족한 상황이다.

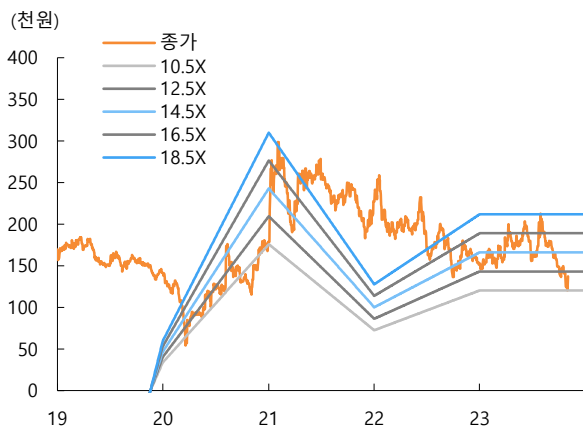
이제야 SK-On 이익 방향성은 이제야 조금씩 선명해지고 있고, 본업인 정유부문에서도 24년도 견고한 이익 체력을 보여줄 것으로 예상됨에 근거해 매수의견을 유지한다.

표1. SK 이노베이션 목표주가 산정: SOTP Valuation

| (단위: 십억원)          | 2024년 기준<br>EBITDA | 적용<br>EV/EBITDA (x) | EV             | 참고내용  |
|--------------------|--------------------|---------------------|----------------|---|
| <b>사업가치 합계</b>     |                    |                     | <b>36,262</b>  | <b>(A) = (a)+(b)+(c)+(d)+(e)</b>                    |
| 정유                 | 1,737              | 6.3                 | 10,946         | (a) 글로벌 정유업체 2024년 기준 EV/EBITDA 평균                  |
| 화학                 | 781                | 5.7                 | 4,450          | (b) 롯데케미칼, 대한유화 2024년 기준 EV/EBITDA 평균               |
| 윤활유                | 946                | 6.3                 | 5,958          | (c) 글로벌 정유업체 2024년 기준 EV/EBITDA 평균                  |
| 배터리(SK-ON)         | 1,876              | 5.8                 | 8,874          | (d) 글로벌 배터리 업체 2024년 기준 EV/EBITDA 대비 30% 할인         |
| 소재(SKIET)          | 285                | 8.5                 | 1,668          | (e) SKIET 지분가치(70% 할인) 및 EV/EBITDA 통한 Peer 밸류에이션 평균 |
| E&P                |                    |                     | 4,356          | (e) 22년 말 동사 확인 매장량 3.3억 배럴, 배럴당 \$10 적용            |
| 투자자산가치             |                    | 6,644               | 4,651          | (B): 2024년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용                      |
| 순차입금               |                    |                     | 21,043         | (C): 2024년 당사 예상치 기준                                |
| 우선주 시가총액           |                    |                     | 113.0          | (D): 2023년 11월 03일 종가 기준                            |
| <b>보통주 적정 시가총액</b> |                    |                     | <b>19,746</b>  | <b>(E): (A)+(B)-(C)-(D)</b>                         |
| 보통주 총 발행주식 수       |                    |                     | 100,655,564    | (F)   |
| 적정주가 (원)           |                    |                     | 196,173        | (G) = (E)/(F)                                       |
| <b>목표주가 (원)</b>    |                    |                     | <b>200,000</b> |   |
| 현재주가 (원)           |                    |                     | 137,100        | 2023년 11월 03일 종가 기준                                 |
| <b>상승여력(%)</b>     |                    |                     | <b>45.9%</b>   |   |

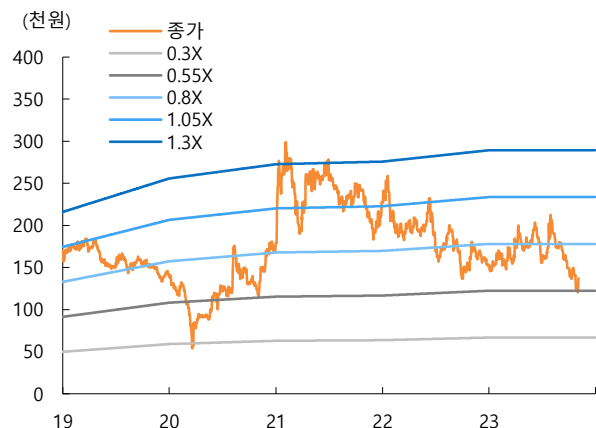
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. SK 이노베이션 12M Forward 기준 PER 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. SK 이노베이션 12M Forward 기준 PBR 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

표2. SK 이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

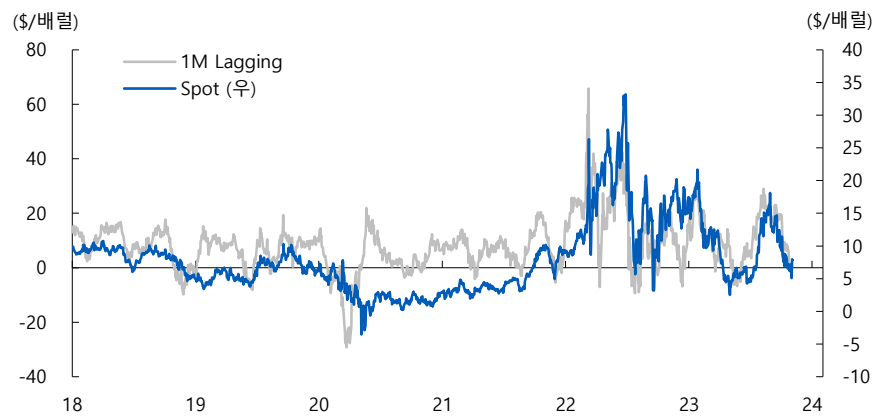
| (단위: 십억원)               | 1Q22   | 2Q22   | 3Q22   | 4Q22   | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23F  | 2022    | 2023F  | 2024F  |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| <b>합계</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |
| 매출액                     | 16,262 | 19,905 | 22,753 | 19,137 | 19,143 | 18,727 | 19,889 | 18,930 | 46,843  | 78,057 | 76,689 |
| 영업이익                    | 1,649  | 2,329  | 704    | -765   | 375    | -106.8 | 1,563  | 803    | 1,754   | 3,917  | 2,634  |
| 영업이익률                   | 10.1%  | 11.7%  | 3.1%   | -4.0%  | 2.0%   | -0.6%  | 7.9%   | 4.2%   | 3.7%    | 5.0%   | 3.4%   |
| <b>석유</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |
| 매출액                     | 10,643 | 14,016 | 15,769 | 12,154 | 11,607 | 10,743 | 12,323 | 11,659 | 29,597  | 52,582 | 46,331 |
| 영업이익                    | 1,507  | 2,229  | 317    | -661   | 275    | -411   | 1,113  | 382    | 1,162   | 3,391  | 1,358  |
| 영업이익률                   | 14.2%  | 15.9%  | 2.0%   | -5.4%  | 2.4%   | -3.8%  | 9.0%   | 3.3%   | 3.9%    | 6.4%   | 2.9%   |
| <b>화학</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |
| 매출액                     | 2,806  | 2,893  | 2,912  | 2,416  | 2,535  | 2,857  | 2,900  | 2,422  | 9,543   | 11,027 | 10,714 |
| 영업이익                    | 31     | 76     | 108    | -88    | 109    | 170    | 237    | 185    | 162     | 127    | 701    |
| 영업이익률                   | 1.1%   | 2.6%   | 3.7%   | -3.7%  | 4.3%   | 6.0%   | 8.2%   | 7.6%   | 1.7%    | 1.2%   | 6.5%   |
| <b>윤활유</b>              |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |
| 매출액                     | 1,043  | 1,228  | 1,415  | 1,296  | 1,302  | 1,110  | 1,187  | 1,082  | 3,351   | 4,982  | 4,681  |
| 영업이익                    | 212    | 255    | 336    | 268    | 259    | 260    | 262    | 246    | 961     | 1,071  | 1,027  |
| 영업이익률                   | 20.3%  | 20.8%  | 23.8%  | 20.7%  | 19.9%  | 23.4%  | 22.1%  | 22.7%  | 28.7%   | 21.5%  | 21.9%  |
| <b>SK-On (AMPC 반영)</b>  |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |
| 매출액                     | 1,260  | 1,288  | 2,194  | 2,876  | 3,305  | 3,696  | 3,173  | 3,438  | 3,040   | 7,618  | 13,613 |
| 영업이익                    | -273   | -327   | -135   | -338   | -345   | -132   | -86    | -38    | -688    | -1,073 | -600   |
| 영업이익률                   | -21.7% | -25.4% | -6.1%  | -11.8% | -10.4% | -3.6%  | -2.7%  | -1.1%  | -22.6%  | -14.1% | -4.4%  |
| <b>SK-On(AMPC 제외 시)</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |
| 매출액                     | 1,260  | 1,288  | 2,194  | 2,876  | 3,305  | 3,696  | 3,173  | 3,438  | 3,039.8 | 7,618  | 13,613 |
| 영업이익                    | -273   | -327   | -135   | -338   | -345   | -299   | -296   | -241   | -687.6  | -1,073 | -1,180 |
| 영업이익률                   | -21.7% | -25.4% | -6.1%  | -11.8% | -10.4% | -8.1%  | -9.3%  | -7.0%  | -23%    | -14.1% | -8.7%  |
| <b>AMPC 추정</b>          |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |
| 판매량(GW)                 |        |        |        |        | 0.7    | 2.1    | 3.6    | 3.5    |         |        | 9.8    |
| AMPC 수령액                |        |        |        |        | 43.5   | 123.5  | 209.9  | 202.7  |         |        | 580    |
| <b>LiBS &amp; 기타</b>    |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |
| 매출액                     | 510    | 480    | 463    | 395    | 393    | 321    | 307    | 328    | 1,312   | 1,849  | 1,350  |
| 영업이익                    | 173    | 95     | 78     | 54     | 77     | 6      | 38     | 28     | 158     | 401    | 149    |
| 영업이익률                   | 33.9%  | 19.9%  | 16.8%  | 13.8%  | 19.5%  | 1.8%   | 12.4%  | 8.5%   | 12.0%   | 21.7%  | 11.0%  |

자료: 하이투자증권 리서치본부

주: 동사 LiBS 부문 이익은 내부거래로 인해 SKIET 실적과 상이하며, 당사 추정치에 기반한 매출액에 E&amp;P, Staff 비용 등 기타부문과 합산 반영

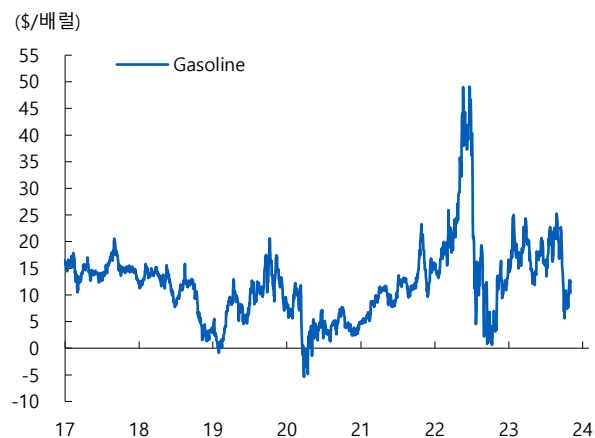
주: 22년 4분기 SK-On 영업손익은 Ford 충당금 반영으로 당초 -2,566억원에서 -3,381억원으로 조정되었음

그림3. 복합정제마진 추이



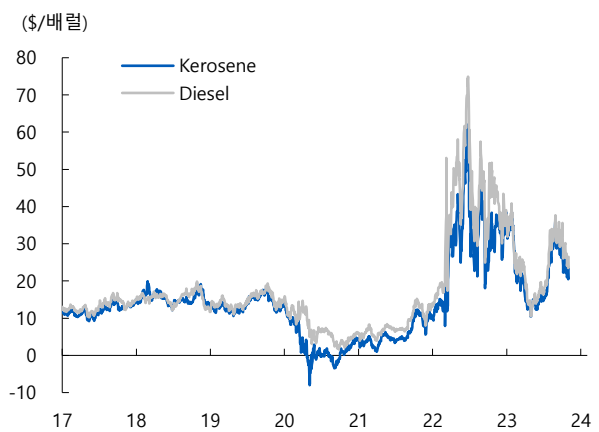
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 휘발유 스프레드 추이



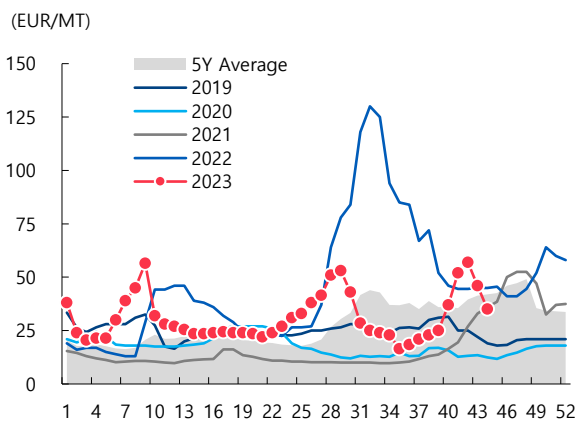
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 중간유분 스프레드 추이



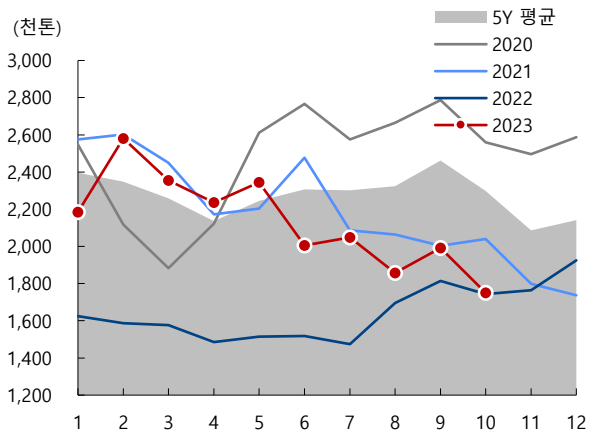
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 유럽 경유 바지선 운임 추이



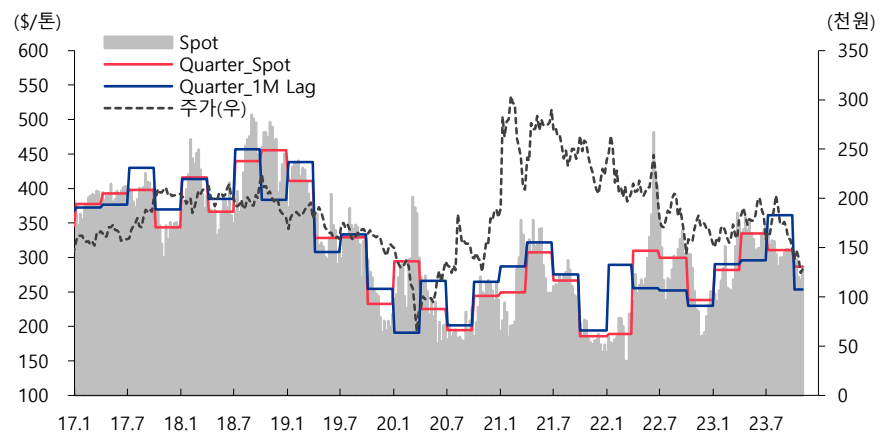
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 유럽 등/경유 재고 추이



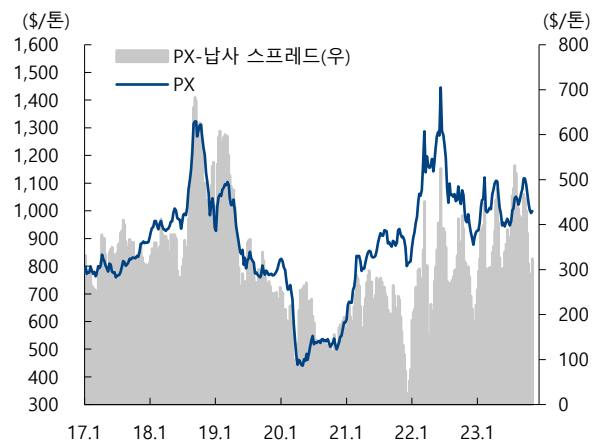
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림8. SK 이노베이션 화학부문 가중평균 스프레드 추이



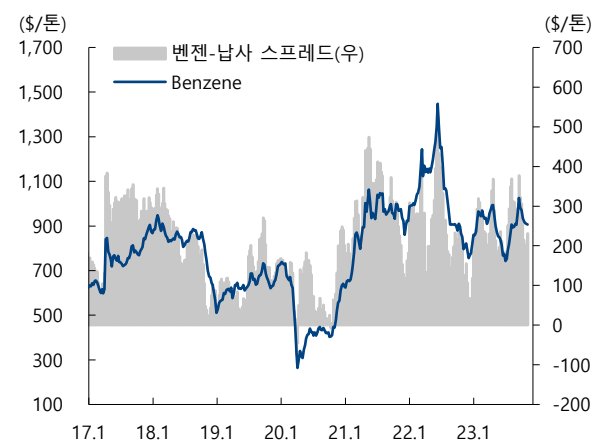
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림9. PX 가격 및 스프레드 추이



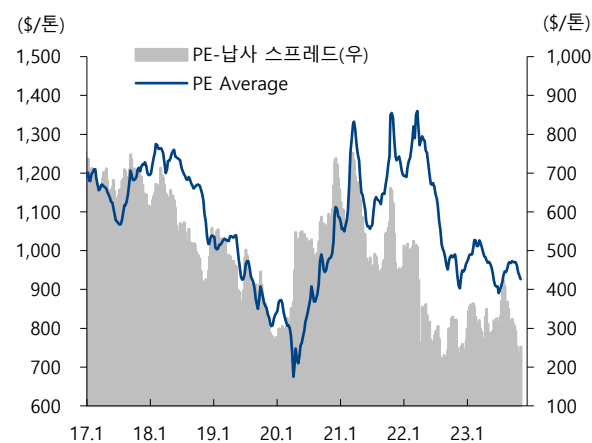
자료: 시스캠, 하이투자증권 리서치본부

그림10. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



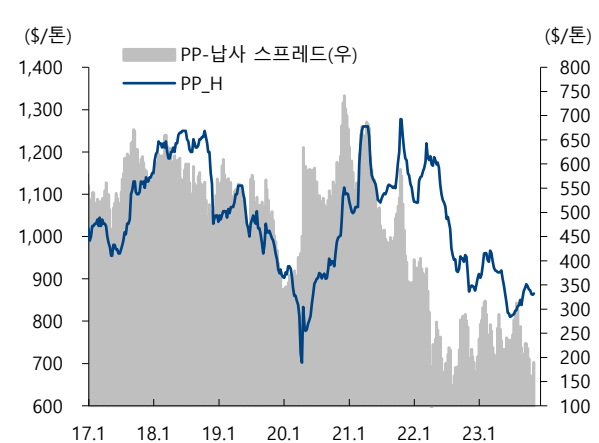
자료: 시스캠, 하이투자증권 리서치본부

그림11. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스캠, 하이투자증권 리서치본부

그림12. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스캠, 하이투자증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

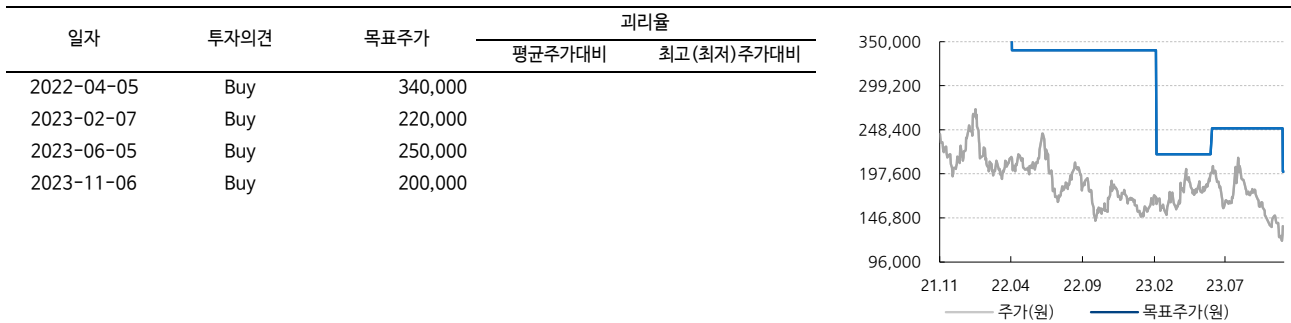
| 재무상태표      |        |        |        |        | 포괄손익계산서     |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원)      | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  | (십억원,%)     | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
| 유동자산       | 31,967 | 29,369 | 25,457 | 28,630 | 매출액         | 78,057 | 76,689 | 76,279 | 82,226 |
| 현금 및 현금성자산 | 9,479  | 8,835  | 6,467  | 8,288  | 증가율(%)      | 66.6   | -1.8   | -0.5   | 7.8    |
| 단기금융자산     | 1,507  | 1,552  | 1,599  | 1,647  | 매출원가        | 71,030 | 70,411 | 68,995 | 71,103 |
| 매출채권       | 8,303  | 8,161  | 8,119  | 8,736  | 매출총이익       | 7,027  | 6,277  | 7,284  | 11,124 |
| 재고자산       | 11,858 | 9,970  | 8,391  | 9,045  | 판매비와관리비     | 3,110  | 3,644  | 3,762  | 4,097  |
| 비유동자산      | 35,252 | 43,125 | 50,141 | 55,052 | 연구개발비       | 418    | -      | -      | -      |
| 유형자산       | 25,111 | 32,552 | 39,124 | 43,512 | 기타영업수익      | -      | -      | -      | -      |
| 무형자산       | 2,078  | 1,893  | 1,729  | 1,583  | 기타영업비용      | -      | -      | -      | -      |
| 자산총계       | 67,219 | 72,494 | 75,598 | 83,682 | 영업이익        | 3,917  | 2,633  | 3,523  | 7,026  |
| 유동부채       | 27,557 | 28,289 | 28,032 | 29,918 | 증가율(%)      | 124.9  | -32.8  | 33.8   | 99.4   |
| 매입채무       | 9,146  | 9,266  | 9,217  | 9,935  | 영업이익률(%)    | 5.0    | 3.4    | 4.6    | 8.5    |
| 단기차입금      | 7,559  | 8,559  | 9,759  | 10,759 | 이자수익        | 206    | 194    | 151    | 186    |
| 유동성장기부채    | 4,840  | 4,294  | 2,724  | 2,724  | 이자비용        | 646    | 991    | 950    | 1,055  |
| 비유동부채      | 16,419 | 18,819 | 20,819 | 23,319 | 지분법이익(손실)   | 2      | 94     | 94     | 94     |
| 사채         | 8,420  | 8,920  | 9,920  | 11,420 | 기타영업외손익     | -50    | -33    | -42    | -42    |
| 장기차입금      | 4,984  | 6,884  | 7,884  | 8,884  | 세전계속사업이익    | 2,860  | 1,250  | 2,075  | 5,598  |
| 부채총계       | 43,977 | 47,109 | 48,852 | 53,238 | 법인세비용       | 965    | 421    | 699    | 1,886  |
| 지배주주지분     | 19,652 | 21,612 | 22,671 | 25,440 | 세전계속이익률(%)  | 3.7    | 1.6    | 2.7    | 6.8    |
| 자본금        | 469    | 510    | 510    | 510    | 당기순이익       | 1,895  | 829    | 1,376  | 3,712  |
| 자본잉여금      | 8,198  | 9,300  | 9,300  | 9,300  | 순이익률(%)     | 2.4    | 1.1    | 1.8    | 4.5    |
| 이익잉여금      | 11,580 | 12,226 | 13,114 | 15,713 | 지배주주귀속 순이익  | 1,569  | 646    | 1,073  | 2,784  |
| 기타자본항목     | -595   | -424   | -253   | -82    | 기타포괄이익      | 171    | 171    | 171    | 171    |
| 비지배주주지분    | 3,591  | 3,773  | 4,076  | 5,003  | 총포괄이익       | 2,066  | 999    | 1,546  | 3,882  |
| 자본총계       | 23,242 | 25,385 | 26,746 | 30,444 | 지배주주귀속총포괄이익 | -      | -      | -      | -      |

| 현금흐름표        |        |        |        |        | 주요투자지표                 |         |         |         |         |
|--------------|--------|--------|--------|--------|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| (십억원)        | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |                        | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
| 영업활동 현금흐름    | 407    | 5,733  | 5,853  | 6,475  | 주당지표 (원)               |         |         |         |         |
| 당기순이익        | 1,895  | 829    | 1,376  | 3,712  | EPS                    | 16,743  | 6,897   | 11,449  | 29,704  |
| 유형자산감가상각비    | 1,616  | 1,908  | 2,278  | 2,611  | BPS                    | 209,698 | 212,082 | 222,472 | 249,650 |
| 무형자산감각비      | 177    | 195    | 174    | 156    | CFPS                   | 35,877  | 29,336  | 37,622  | 59,236  |
| 지분법관련손실(이익)  | 2      | 94     | 94     | 94     | DPS                    | 50      | 50      | 2,050   | 2,050   |
| 투자활동 현금흐름    | -5,123 | -9,976 | -9,472 | -7,683 | Valuation(배)           |         |         |         |         |
| 유형자산의 처분(취득) | -6,710 | -9,350 | -8,850 | -7,000 | PER                    | 9.2     | 19.9    | 12.0    | 4.6     |
| 무형자산의 처분(취득) | -288   | -10    | -10    | -10    | PBR                    | 0.7     | 0.6     | 0.6     | 0.5     |
| 금융상품의 증감     | -591   | -520   | -514   | -574   | PCR                    | 4.3     | 4.7     | 3.6     | 2.3     |
| 재무활동 현금흐름    | 10,507 | 5,423  | 3,055  | 4,741  | EV/EBITDA              | 5.1     | 6.8     | 6.0     | 3.8     |
| 단기금융부채의증감    | 6,884  | 454    | -370   | 1,000  | Key Financial Ratio(%) |         |         |         |         |
| 장기금융부채의증감    | 2,415  | 2,400  | 2,000  | 2,500  | ROE                    | 8.5     | 3.1     | 4.8     | 11.6    |
| 자본의증감        | -      | 1,143  | -      | -      | EBITDA 이익률             | 7.3     | 6.2     | 7.8     | 11.9    |
| 배당금지급        | -125   | -125   | -125   | -125   | 부채비율                   | 189.2   | 185.6   | 182.6   | 174.9   |
| 현금및현금성자산의증감  | 6,055  | -644   | -2,368 | 1,821  | 순부채비율                  | 63.7    | 72.0    | 83.1    | 78.3    |
| 기초현금및현금성자산   | 3,424  | 9,479  | 8,835  | 6,467  | 매출채권회전율(x)             | 11.4    | 9.3     | 9.4     | 9.8     |
| 기말현금및현금성자산   | 9,479  | 8,835  | 6,467  | 8,288  | 재고자산회전율(x)             | 7.9     | 7.0     | 8.3     | 9.4     |

자료 : SK 이노베이션, 하이투자증권 리서치본부

## SK 이노베이션 투자의견 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

| 종목추천 투자등급                                      | 산업추천 투자등급                           |
|--|-------------------------------------|
| 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. | 시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임 |
| · Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상                     | · Overweight(비중확대)                  |
| · Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락          | · Neutral (중립)                      |
| · Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상                    | · Underweight (비중축소)                |

## [투자등급 비율 2023-09-30 기준]

| 매수    | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|----|
| 94.6% | 5.4%   | -  |