

SK 이노베이션 (096770)

석유 사업이 이끈 어닝 서프라이즈

투자의견

BUY(유지)

목표주가

216,000 원(유지)

현재주가

137,100 원(11/3)

시가총액

13,800(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgs2009@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 216,000원 유지. 3Q23 매출액 20조원(+6%qoq, -13%yoy), 영업이익 1.6조원(흑전 qoq, +122%yoy), 당기순이익 7,296억원(흑전qoq, +317%yoy)으로 영업이익 컨센서스를 53% 상회하는 실적. 국제유가(+9달러/배럴), 정제마진(+11달러/배럴) 강세로 석유 사업 영업이익이 1.1조원을 기록하며 당사 추정을 3 천억원 상회. 화학, 윤활유 사업도 2Q에 발생했던 재고평가손실이 환입되며 실적 증가. 배터리는 매출액 3.2조원 (+45%yoy), 영업손실 861억원(적지yoy)으로 적자 축소. 판가 하락으로 매출액은 당사 추정을 하회했으나, AMPC 2,100억원이 반영(+429억원)되며 미국 공장 가동률, 수출 정상화를 확인
- 4Q23 매출액 20조원(-2%qoq, +2%yoy), 영업이익 8,196억원(-48%qoq, 흑전yoy) 전망. 3Q 재고평가이익 기저로 감익 전망. SK온은 매출액 3조원, 영업적자 1,534억원 전망. AMPC 추가 반영 예상되나, 판가 하락, 전방 수요 우려 감안해 보수적인 가동률 가정, 고정비 증가 등을 적용해 실적 추정. 흑자 전환 시기는 1Q24로 전망

주가(원,11/3)	137,100
시가총액(십억원)	13,800

발행주식수(천주)	100,656
52주 최고가(원)	229,500
최저가(원)	120,100
52주 일간 Beta	1.30
60일 일평균거래대금(억원)	943
외국인 지분율(%)	21.2
배당수익률(2023F, %)	0.0

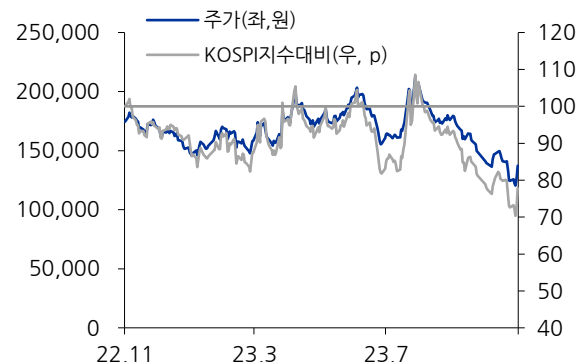
주주구성(%)	
SK (외 14인)	34.5
국민연금공단 (외 1인)	7.6

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-3.9	-15.4	-28.2
절대기준	-7.9	-20.7	-26.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	216,000	216,000	-
영업이익(23)	2,651	2,425	▲
영업이익(24)	4,343	4,672	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	78,057	77,290	82,644	87,021
영업이익	3,917	2,651	4,343	6,768
세전손익	2,860	1,954	3,552	5,943
당기순이익	1,895	1,348	2,429	4,026
EPS(원)	16,969	11,710	20,038	31,560
증감률(%)	437.2	-31.0	71.1	57.5
PER(배)	9.1	11.7	6.8	4.3
ROE(%)	8.5	5.7	9.5	13.3
PBR(배)	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	5.3	6.6	5.4	4.4

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A - 배터리]

Q.EV수요 둔화 전망, 대응전략

- 단기적으로 수요 성장 둔화 예상되나, 중장기적으로는 북미지역을 중심으로 성장 지속 전망
- 중국: 2030년까지 공급 초과 국면 예상
- 북미: 2035년까지 공급 부족 전망
- 지역별 시나리오 수립해 대응 예정
- 라인 운영 최적화 및 효율적 재고관리로 수요 변동 영향 최소화 계획

Q.Ford, VW 물량 조절 영향

- EV 수요 우려 인지 중이며, 당사는 라인 개조 및 전환을 통해 탄력적 운영 중
- OEM의 일시적 판매 증감에 따른 가동률 조정은 상시 발생 가능
- 현 시점에서 당사에 대한 영향은 제한적
- 4Q23~2024 물량 지속 증가 전망
- 북미 지역 중심, 선택적 수주 & JV 중심의 포트폴리오 구축으로 리스크에 제한적으로 노출

Q.UAW 파업 영향

- Ford 잠정 합의 도달한 것으로 파악
- EV 공장 파업은 없었으며, 영향은 미미할 것으로 전망

Q. 배터리 램프업

- 헝가리/중국(2024년 예정)은 높은 수율 기록 중인 지역으로 초기 수율 빠른 정상화 전망
- 증설에 따른 영향은 제한적일 것이라 판단
- 조속한 램프업 위해 ①코어팀 3~6개월간 집중 투입 ②실시간 생산 모니터링 시스템 도입

Q. 3Q 배터리 적자 원인

- 메탈가 하락에 따른 부정적 레깅효과가 주된 원인
- 그럼에도 분사 이후 영업손실률을 최소화하는 등 대폭 개선

Q. 중저가 케미스트리 (Mid-Ni, LFP)

- 다양한 케미스트리 개발 중
- 에너지밀도, 급속충전성능, 저온성능 등 향상된 LFP 셀 개발 완료
- LFP 공급 관련 논의 중. 이후 양산 계획 구체화 계획

Q. (EV 수요우려) JV, 단독공장 스케줄 변동 가능성

- 당사 증설 스케줄에는 영향 제한적인 것으로 판단
- 현재 진행 중인 주요 PJT는 Ford 및 현대차 JV
 - Ford: JV 켄터키 2공장(2026년) 연기 검토 중. 테네시 및 켄터키 1공장은 계획대로 2025년 양산 돌입 예정
 - 현대차: 북미공장 2024년으로 준공 시기 당겨지며 차질 없이 진행 중

[컨퍼런스콜 Q&A - 기타]

Q. 중국 17/03 광구 및 추가 광구

- 원시부존량 1.2 억배럴, 회수가능매장량 5 천만배럴
- '24 년 연간 5 천억원의 매출, 2,500 억원의 영업이익 기여 예상
- 배기가스 폐열 재활용, 설비 전동화, LNG 및 재생에너지 사용 검토 → 탄소배출 저감 계획
- 베트남 남부 쿨롱분지의 15-1/05 베트남 정부 승인 취득. 내년부터 본격 개발 예정
 - 원시부존량 4.9 억배럴, 회수가능매장량 6 천만배럴
- 베트남 16-2 광구에서는 탄화수소 부존여부 확인 작업 중
- 베트남 15-2/17, 말레이시아 사라왁 SK427 광구에서 탐사 작업 중

Q. 울산 ARC

- 국내외 환경규제, 정책 등 중장기적으로 리사이클 플라스틱 수요 지속 성장 전망
- 양질의 폐플라스틱 원료 확보/생산 위해 울산 ARC 추진 중
- M&A 등 통해 양질의 원료 확보 추진
- ①열분해유, ②PET 해중합, ③고순도 PP 추출 기술 기 확보 또는 확보 위해 노력 중
- 울산 부지정지작업 진행 중. 2025 년 완공 예정

Q. 대경오앤티 지분투자

- 항공용 연료 소비 과정 중 배출되는 탄소 감축 위해 지속가능 연료 모색 중
- 대경오앤티는 전국 13 개 사업장에서 UCO, tallow 전문 생산
- 안정적 원료 확보 위해 선제적 투자 결정
- SAF 의무화 정책 지속 확장 전망
- SAF 시장 개화에 맞춰 적기 공급 계획

Q. 정유 전망?

- 중국 원유수요 회복 및 미국/인도 중심의 견조한 수요 전망
- OPEC+의 공급 관리에 따른 수급 불균형, 낮은 재고 수준으로 양호한 시황 전망
- 당사는 2024년 150만 b/d 수준의 수요 증가를 전망

Q. 석유산업 중장기 전망?

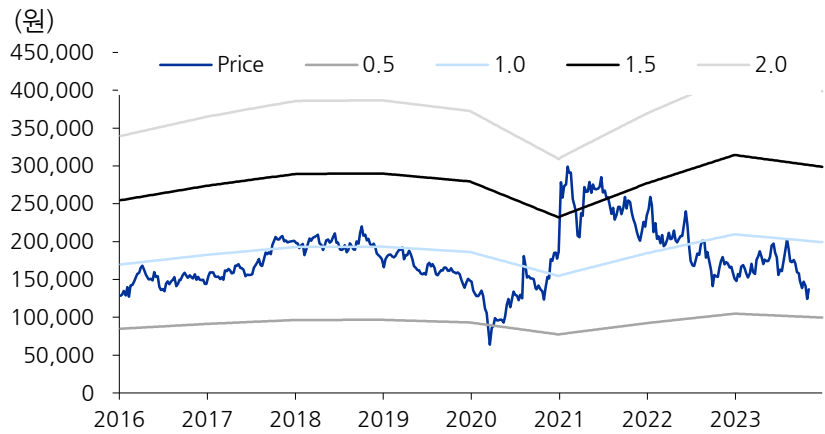
- 엔데믹 후 석유수요 정상화 기조, 향후 지속적 성장 전망
- 전기차 보급 증가하고 있으나 대규모 석유수요 대체까지는 시간이 걸릴 것
- 향후 3년간 100~150만 b/d 초과하는 견조한 수요 전망
- 정유사 신증설은 2023년 180만 b/d 이후 점진 감소하여 2024년 이후 60만 b/d 수준 예상
- 향후 수년간 수급불균형 지속 전망
- 중장기 피크 시점은 2030~2035년 사이 도래 예상

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)	수정전		수정후		변경률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	76,478	84,862	77,290	82,644	1.1	(2.6)
영업이익	2,425	4,672	2,651	4,343	9.3	(7.1)
영업이익률(%)	3.2	5.5	3.4	5.3	0.3	(0.3)
EBITDA	5,066	7,885	5,298	7,542	4.6	(4.3)
EBITDA 이익률(%)	6.6	9.3	6.9	9.1	0.2	(0.2)
순이익	1,342	2,999	1,348	2,429	0.5	(19.0)

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 1. SK 이노베이션 실적 추정

(십억원, %)	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23A	2Q23A	3Q23P	4Q23F	2022A	2023F	2024F
매출액	16,262	19,905	22,753	19,137	19,143	18,727	19,889	19,531	78,057	77,290	82,644
에너지	10,643	14,016	15,769	12,154	11,607	10,743	12,323	12,266	52,582	46,939	43,544
화학	2,806	2,893	2,912	2,416	2,535	2,857	2,900	2,886	11,027	11,179	10,396
운할유	1,043	1,228	1,415	1,296	1,302	1,110	1,187	1,106	4,982	4,705	4,317
분리막	68	62	63	43	42	52	48	51	235	193	387
배터리	1,260	1,288	2,194	2,876	3,305	3,696	3,173	2,963	7,618	13,137	22,800
영업이익	1,649	2,329	704	(765)	375	(107)	1,563	820	3,917	2,651	4,343
에너지	1,507	2,229	317	(661)	275	(411)	1,113	452	3,391	1,428	691
화학	31	76	108	(88)	109	170	237	254	127	770	769
운할유	212	255	336	268	259	260	262	238	1,071	1,019	697
분리막	(3)	(13)	(27)	(5)	(4)	(0)	4	4	(48)	3	30
배터리	(273)	(327)	(135)	(257)	(345)	(132)	(86)	(153)	(991)	(716)	1,856
OPM(%)	10.1	11.7	3.1	(4.0)	2.0	(0.6)	7.9	4.2	5.0	3.4	5.3
에너지	14.2	15.9	2.0	(5.4)	2.4	(3.8)	9.0	3.7	6.4	3.0	1.6
화학	1.1	2.6	3.7	(3.7)	4.3	6.0	8.2	8.8	1.2	6.9	7.4
운할유	20.3	20.8	23.8	20.7	19.9	23.4	22.1	21.5	21.5	21.7	16.1
분리막	(4.6)	(20.9)	(43.1)	(11.5)	(9.4)	(0.2)	7.3	7.9	(20.4)	1.8	7.7
배터리	(21.7)	(25.4)	(6.1)	(8.9)	(10.4)	(3.6)	(2.7)	(5.2)	(13.0)	(5.4)	8.1

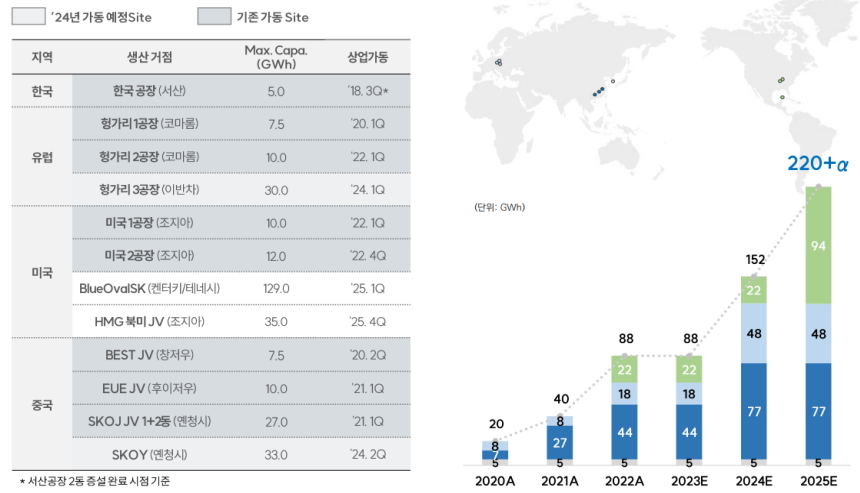
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 2. SK On 실적 추정

(십억원, %)	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23A	2Q23A	3Q23P	4Q23F	2022A	2023F	2024F
매출액	1,260	1,288	2,194	2,876	3,305	3,696	3,173	2,963	7,618	13,137	22,800
영업이익	(273)	(327)	(135)	(257)	(345)	(132)	(86)	(153)	(991)	(716)	1,856
OPM(%)	-21.7	-25.4	-6.1	-8.9	-10.4	-3.6	-2.7	-5.2	-13.0	-5.4	8.1
가정											
CAPA(GWh)	11	11	11	18	18	18	22	22	72	88	152
평균 판가(\$/kWh)	108	104	172	164	150	165	122	117	137	139	150
단위 이익(\$/kWh)	(23)	(26)	(11)	(15)	(16)	(6)	(3)	(6)	(19)	(8)	12
단위 비용 (\$/kWh)	131	130	182	178	166	171	125	124	155	146	138
변동비(\$/kWh)	87	80	114	159	127	130	117	113	113	122	113
고정비(\$/kWh)	44	50	68	19	39	41	9	10	42	24	24

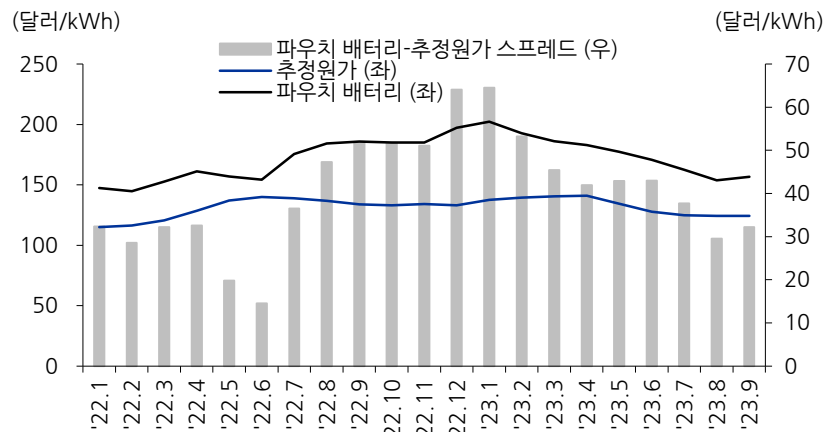
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 3. 배터리 생산능력 전망



자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 4. 파우치 배터리 가중평균 스프레드



자료: KITA, 유진투자증권

SK이노베이션(096770.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	49,545	67,219	60,588	68,588	79,743
유동자산	21,482	31,967	19,209	19,991	22,365
현금성자산	7,484	11,159	2,049	1,702	3,153
매출채권	5,130	8,095	6,548	7,001	7,372
재고자산	7,849	11,858	9,757	10,432	10,985
비유동자산	28,063	35,252	41,380	48,598	57,378
투자자산	6,819	8,064	8,037	8,228	8,385
유형자산	19,337	25,111	31,168	38,097	46,623
기타	1,907	2,078	2,175	2,272	2,370
부채총계	29,924	43,977	38,321	44,469	52,705
유동부채	14,512	27,557	25,888	26,770	27,492
매입채무	11,324	14,411	12,741	13,624	14,345
유동성이자부채	2,716	12,435	12,435	12,435	12,435
기타	472	712	712	712	712
비유동부채	15,412	16,419	12,434	17,698	25,213
비유동이자부채	14,772	14,915	10,915	16,165	23,665
기타	639	1,504	1,519	1,534	1,548
자본총계	19,621	23,242	22,267	24,119	27,038
자배지분	17,311	19,652	18,676	20,529	23,447
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	7,698	8,198	8,198	8,198	8,198
이익잉여금	10,199	11,580	12,662	14,515	17,433
기타	(1,054)	(595)	(2,653)	(2,653)	(2,653)
비자배지분	2,310	3,591	3,591	3,591	3,591
자본총계	19,621	23,242	22,267	24,119	27,038
총차입금	17,488	27,349	23,349	28,599	36,099
순차입금	10,004	16,191	21,300	26,898	32,947

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	(495)	407	3,641	4,575	6,396
당기순이익	489	1,895	1,348	2,429	4,026
자산상각비	1,514	1,793	2,647	3,199	3,877
기타비현금성손익	499	2,074	(2,435)	(913)	(1,419)
운전자본증감	(2,585)	(4,270)	1,979	(247)	(202)
매출채권감소(증가)	(1,881)	(2,424)	1,547	(454)	(371)
재고자산감소(증가)	(4,126)	(4,315)	2,101	(676)	(552)
매입채무증가(감소)	1,550	(284)	(1,670)	883	721
기타	1,872	2,753	0	0	0
투자현금	(4,111)	(5,123)	(8,751)	(10,172)	(12,445)
단기투자자산감소	2	27	0	0	0
장기투자증권감소	297	2,001	51	54	56
설비투자	(3,175)	(6,777)	(8,502)	(9,917)	(12,183)
유형자산처분	902	67	0	0	0
무형자산처분	(78)	(288)	(300)	(309)	(318)
재무현금	5,030	10,507	(4,000)	5,250	7,500
차입금증가	1,593	9,019	(4,000)	5,250	7,500
자본증가	(25)	(217)	(0)	0	0
배당금지급	25	217	0	0	0
현금 증감	483	6,055	(9,110)	(347)	1,451
기초현금	2,941	3,424	9,479	369	22
기말현금	3,424	9,479	369	22	1,473
Gross Cash flow	2,501	5,762	1,662	4,822	6,598
Gross Investment	6,699	9,421	6,772	10,419	12,646
Free Cash Flow	(4,198)	(3,659)	(5,110)	(5,597)	(6,049)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	46,853	78,057	77,290	82,644	87,021
증가율(%)	35.6	66.6	(1.0)	6.9	5.3
매출원가	42,672	71,030	71,467	75,066	76,953
매출총이익	4,181	7,027	5,823	7,578	10,068
판매 및 일반관리비	2,440	3,110	3,172	3,236	3,300
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	1,742	3,917	2,651	4,343	6,768
증가율(%)	흑전	124.9	(32.3)	63.8	55.8
EBITDA	3,255	5,710	5,298	7,542	10,645
증가율(%)	흑전	75.4	(7.2)	42.4	41.1
영업외손익	(923)	(1,057)	(697)	(791)	(825)
이자수익	64	216	89	33	48
이자비용	394	646	422	658	767
지분법손익	575	4	51	54	56
기타영업손익	(1,169)	(632)	(415)	(219)	(162)
세전순이익	818	2,860	1,954	3,552	5,943
증가율(%)	흑전	249.5	(31.7)	81.7	67.3
법인세비용	374	965	606	1,123	1,917
당기순이익	489	1,895	1,348	2,429	4,026
증가율(%)	흑전	288.0	(28.9)	80.1	65.8
지배주주지분	292	1,569	1,083	1,853	2,918
증가율(%)	흑전	437.2	(31.0)	71.1	57.5
비지배지분	196	326	266	576	1,108
EPS(원)	3,159	16,969	11,710	20,038	31,560
증가율(%)	흑전	437.2	(31.0)	71.1	57.5
수정EPS(원)	3,159	16,969	11,710	20,038	31,560
증가율(%)	흑전	437.2	(31.0)	71.1	57.5

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,159	16,969	11,710	20,038	31,560
BPS	184,720	209,698	199,287	219,058	250,198
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	75.5	9.1	11.7	6.8	4.3
PBR	1.3	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	9.9	5.3	6.6	5.4	4.4
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	8.9	2.5	7.7	2.7	1.9
수익성(%)					
영업이익률	3.7	5.0	3.4	5.3	7.8
EBITDA이익률	6.9	7.3	6.9	9.1	12.2
순이익률	1.0	2.4	1.7	2.9	4.6
ROE	1.8	8.5	5.7	9.5	13.3
ROIC	4.1	8.8	5.0	7.1	9.1
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	51.0	69.7	95.7	111.5	121.9
유동비율	148.0	116.0	74.2	74.7	81.4
이자보상배율	4.4	6.1	6.3	6.6	8.8
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.3	1.2	1.3	1.2
매출채권회전율	11.5	11.8	10.6	12.2	12.1
재고자산회전율	8.0	7.9	7.2	8.2	8.1
매입채무회전율	5.0	6.1	5.7	6.3	6.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.9.30 기준)

