

SK 이노베이션

(096770)

배터리 적자 지속

투자의견

BUY(유지)

목표주가

200,000 원(하향)

현재주가

126,700 원(1/11)

시가총액

12,753(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

- 업황 전망 변경으로 2024년 추정 EBITDA를 수정하고 목표주가를 200,000원으로 7% 하향, 투자의견 BUY 유지
- 4Q23 매출액 19조원(-2%qoq, +2%yoy), 영업이익 1,379억원(-91%qoq, 흑전yoy)으로 부진한 실적 전망. 분기 평균 국제유가, 정제마진 하락과 3Q에 반영되었던 재고평가손익의 기저효과로 감익 추정. 화학, 윤활유 사업도 3Q에 발생했던 재고이익이 손실로 반영되며 부진한 실적 예상
- SK On(배터리)은 매출액 2.6조원, 영업손실 1,875억원(영업이익률 -7.3%)으로 적자폭 확대 전망. 배터리 가격 하락(-14달러/kWh), 변동비 마진 축소(-9달러/kWh)로 부진한 실적 전망. 전방 대기 수요 부진과 기존 재고 소진을 가정해 분기 평균 설비 이용률을 10% 하향 조정 반영. AMPC는 2,671억원으로 추정
- 2024년 배터리 매출액 15조원(+17%yoy), 영업적자 5,180억원(적지yoy) 전망. 2024년 배터리 CAPA는 연말 152GWh(+73%yoy), 평균 110GWh(+25%yoy). 증설 이상의 전방 수요 증가가 없으면 비용 부담 지속 전망

주가(원, 1/11)	126,700
시가총액(십억원)	12,753

발행주식수(천주)	100,656
52주 최고가(원)	229,500
최저가(원)	120,100
52주 일간 Beta	1.50
60일 일평균거래대금(억원)	695
외국인 지분율(%)	21.8
배당수익률(2023F, %)	0.0

주주구성(%)	
SK (외 14인)	34.5
국민연금공단 (외 1인)	7.2

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-6.6	-20.9	-23.8
절대기준	-6.0	-21.7	-16.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	200,000	216,000	▼
영업이익(23)	1,969	2,651	▼
영업이익(24)	2,453	4,189	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	78,057	77,202	72,268	74,736
영업이익	3,917	1,969	2,453	3,312
세전손익	2,860	1,272	1,658	2,481
당기순이익	1,895	878	1,133	1,681
EPS(원)	16,969	7,625	9,352	13,172
증감률(%)	437.2	-55.1	22.7	40.9
PER(배)	9.1	16.6	13.5	9.6
ROE(%)	8.5	3.7	4.6	6.2
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	5.3	7.5	7.0	6.5

자료: 유진투자증권

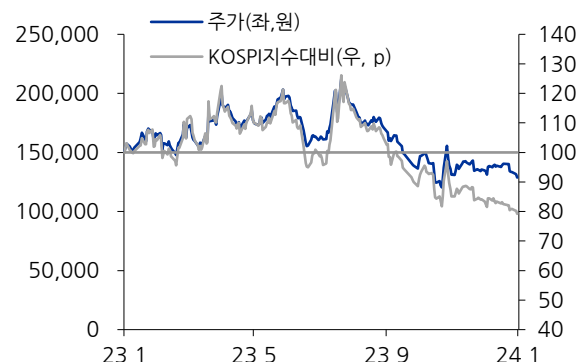
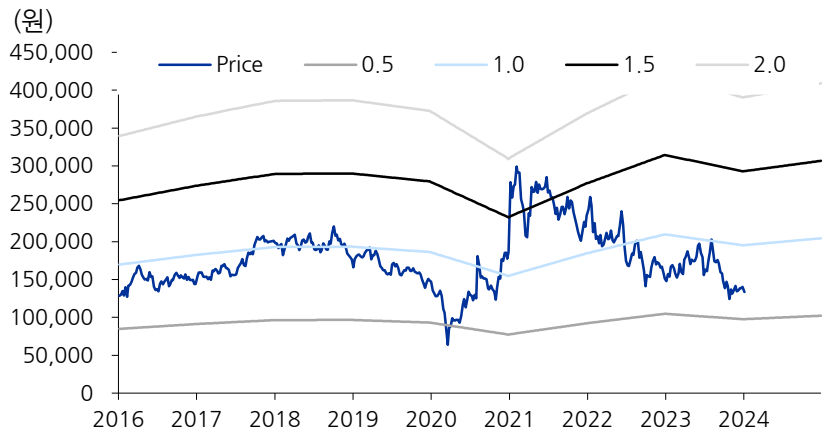


도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)	수정전		수정후		변경률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	77,290	82,516	77,202	72,268	(0.1)	(12.4)
영업이익	2,651	4,189	1,969	2,453	(25.7)	(41.4)
영업이익률(%)	3.4	5.1	2.6	3.4	(0.9)	(1.7)
EBITDA	5,298	7,387	4,615	5,561	(12.9)	(24.7)
EBITDA 이익률(%)	6.9	9.0	6.0	7.7	(0.9)	(1.3)
순이익	1,348	2,323	878	1,133	(34.9)	(51.2)

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 3. 목표주가 변경 내역

(십억원)	사업부문	영업가치	비고
영업가치	정유/화학/윤활유	21,531	EV/EBITDA 5 배 적용(정유, 화학 업체 평균)
	배터리	12,929	EV/EBITDA 15 배 적용(LG, CATL 등 평균)
	분리막	4,644	EV/EBITDA 20 배 적용(미국 증설 기대감)
	E&P	1,685	EV/EBITDA 5 배 적용
	합계	40,789	
비영업가치		2,123	기타 투자자산 합계 50% 할인
순차입금		26,251	2024 년 기준
합계		16,661	
주식수(천주)		82,335	
적정주가(원)		202,353	
목표주가(원)		200,000	

자료: 유진투자증권

도표 1. SK 이노베이션 실적 추정

(십억원, %)	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23F	2022A	2023F	2024F
매출액	16,262	19,905	22,753	19,137	19,143	18,727	19,889	19,443	78,057	77,202	72,268
에너지	10,643	14,016	15,769	12,154	11,607	10,743	12,323	12,383	52,582	47,056	40,825
화학	2,806	2,893	2,912	2,416	2,535	2,857	2,900	2,914	11,027	11,206	10,422
운할유	1,043	1,228	1,415	1,296	1,302	1,110	1,187	1,271	4,982	4,869	4,536
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	2,565	7,618	12,739	14,899
영업이익	1,649	2,329	704	(765)	375	(107)	1,563	138	3,917	1,969	2,453
에너지	1,507	2,229	317	(661)	275	(411)	1,113	(180)	3,391	796	1,074
화학	31	76	108	(88)	109	170	237	167	127	683	697
운할유	212	255	336	268	259	260	262	296	1,071	1,077	988
분리막	(3)	(13)	(27)	(5)	(4)	(0)	4	7	(48)	6	56
배터리	(273)	(327)	(135)	(257)	(345)	(132)	(86)	(187)	(991)	(750)	(518)
OPM(%)	10.1	11.7	3.1	(4.0)	2.0	(0.6)	7.9	0.7	5.0	2.6	3.4
에너지	14.2	15.9	2.0	(5.4)	2.4	(3.8)	9.0	(1.5)	6.4	1.7	2.6
화학	1.1	2.6	3.7	(3.7)	4.3	6.0	8.2	5.7	1.2	6.1	6.7
운할유	20.3	20.8	23.8	20.7	19.9	23.4	22.1	23.3	21.5	22.1	21.8
분리막	(4.6)	(20.9)	(43.1)	(11.5)	(9.4)	(0.2)	7.3	13.9	(20.4)	3.3	14.4
배터리	(21.7)	(25.4)	(6.1)	(8.9)	(10.4)	(3.6)	(2.7)	(7.3)	(13.0)	(5.9)	(3.5)

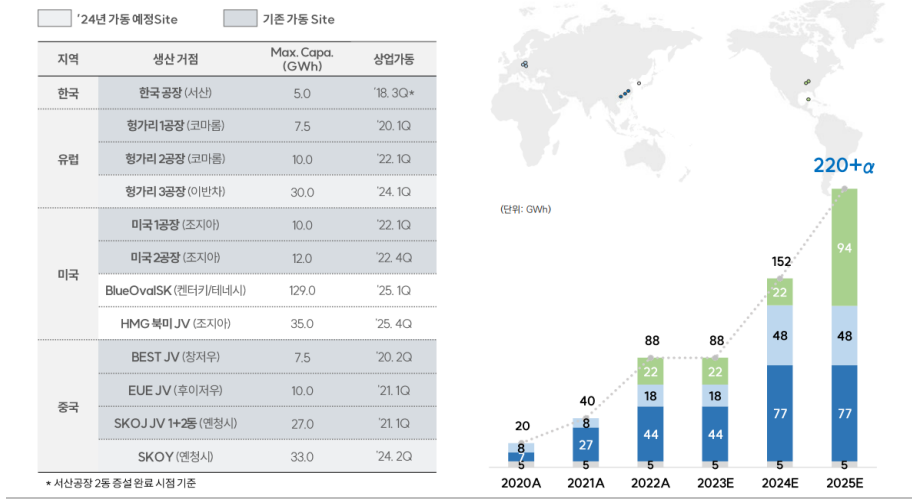
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 2. SK On 실적 추정

(십억원, %)	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23F	2022A	2023F	2024F
매출액	1,260	1,288	2,194	2,876	3,305	3,696	3,173	2,565	7,618	12,739	14,899
영업이익	(273)	(327)	(135)	(257)	(345)	(132)	(86)	(187)	(991)	(750)	(518)
OPM(%)	-21.7	-25.4	-6.1	-8.9	-10.4	-3.6	-2.7	-7.3	-13.0	-5.9	-3.5
가정											
CAPA(GWh)	11	11	11	18	18	18	22	22	72	88	152
평균 판가(\$/kWh)	108	104	172	164	150	165	122	108	137	136	145
단위 이익(\$/kWh)	(23)	(26)	(11)	(15)	(16)	(6)	(3)	(8)	(19)	(8)	(5)
단위 비용 (\$/kWh)	131	130	182	178	166	171	125	116	155	145	150
변동비(\$/kWh)	87	80	114	159	127	130	93	102	113	113	108
고정비(\$/kWh)	44	50	68	19	39	41	33	14	42	32	42

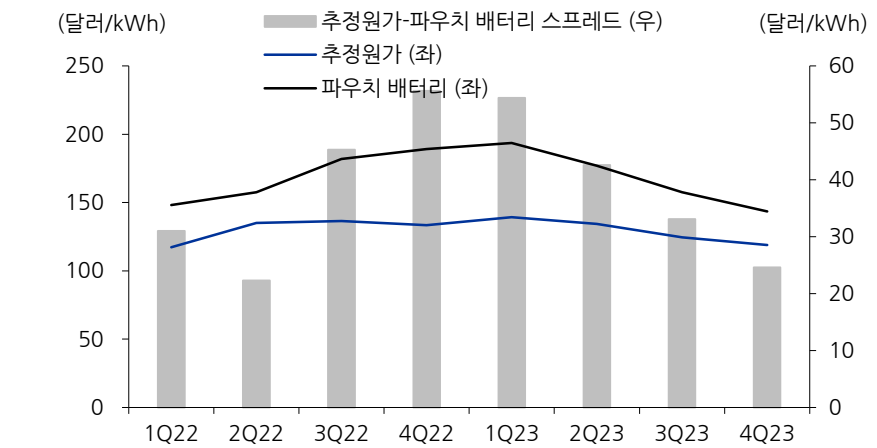
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

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	60,196	65,612	72,751
유동자산	21,482	31,967	18,828	18,548	18,486
현금성자산	7,484	11,159	1,688	2,448	1,866
매출채권	5,130	8,095	6,540	6,122	6,331
재고자산	7,849	11,858	9,745	9,123	9,434
비유동자산	28,063	35,252	41,367	47,063	54,265
투자자산	6,819	8,064	8,033	7,857	7,945
유형자산	19,337	25,111	31,159	36,934	43,950
기타	1,907	2,078	2,175	2,272	2,370
부채총계	29,924	43,977	38,307	42,858	48,780
유동부채	14,512	27,557	25,873	25,060	25,466
매입채무	11,324	14,411	12,726	11,913	12,320
유동성이자부채	2,716	12,435	12,435	12,435	12,435
기타	472	712	712	712	712
비유동부채	15,412	16,419	12,434	17,798	23,313
비유동이자부채	14,772	14,915	10,915	16,265	21,765
기타	639	1,504	1,519	1,534	1,548
자본총계	19,621	23,242	21,889	22,754	23,972
자본지분	17,311	19,652	18,298	19,163	20,381
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	7,698	8,198	8,198	8,198	8,198
이익잉여금	10,199	11,580	12,285	13,149	14,367
기타	(1,054)	(595)	(2,653)	(2,653)	(2,653)
비자본지분	2,310	3,591	3,591	3,591	3,591
자본총계	19,621	23,242	21,889	22,754	23,972
총차입금	17,488	27,349	23,349	28,699	34,199
순차입금	10,004	16,191	21,662	26,251	32,334

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	(495)	407	3,270	4,338	4,642
당기순이익	489	1,895	878	1,133	1,681
자산상각비	1,514	1,793	2,646	3,108	3,668
기타비현금성손익	499	2,074	(2,339)	(238)	(705)
운전자본증감	(2,585)	(4,270)	1,983	227	(114)
매출채권감소(증가)	(1,881)	(2,424)	1,555	418	(209)
재고자산감소(증가)	(4,126)	(4,315)	2,112	623	(312)
매입채무증가(감소)	1,550	(284)	(1,684)	(813)	407
기타	1,872	2,753	0	0	0
투자현금	(4,111)	(5,123)	(8,741)	(8,927)	(10,725)
단기투자자산감소	2	27	0	0	0
장기투자증권감소	297	2,001	51	54	56
설비투자	(3,175)	(6,777)	(8,492)	(8,672)	(10,463)
유형자산처분	902	67	0	0	0
무형자산처분	(78)	(288)	(300)	(309)	(318)
재무현금	5,030	10,507	(4,000)	5,350	5,500
차입금증가	1,593	9,019	(4,000)	5,350	5,500
자본증가	(25)	(217)	(0)	0	0
배당금지급	25	217	0	0	0
현금 증감	483	6,055	(9,471)	761	(583)
기초현금	2,941	3,424	9,479	8	769
기말현금	3,424	9,479	8	769	186
Gross Cash flow	2,501	5,762	1,287	4,110	4,756
Gross Investment	6,699	9,421	6,758	8,700	10,839
Free Cash Flow	(4,198)	(3,659)	(5,471)	(4,589)	(6,083)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	46,853	78,057	77,202	72,268	74,736
증가율(%)	35.6	66.6	(1.1)	(6.4)	3.4
매출원가	42,672	71,030	72,060	66,579	68,124
매출총이익	4,181	7,027	5,141	5,688	6,612
판매 및 일반관리비	2,440	3,110	3,172	3,236	3,300
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	1,742	3,917	1,969	2,453	3,312
증가율(%)	흑전	124.9	(49.7)	24.6	35.0
EBITDA	3,255	5,710	4,615	5,561	6,980
증가율(%)	흑전	75.4	(19.2)	20.5	25.5
영업외손익	(923)	(1,057)	(697)	(795)	(831)
이자수익	64	216	89	29	41
이자비용	394	646	422	658	767
지분법손익	575	4	51	54	56
기타영업손익	(1,169)	(632)	(415)	(219)	(162)
세전순이익	818	2,860	1,272	1,658	2,481
증가율(%)	흑전	249.5	(55.5)	30.3	49.6
법인세비용	374	965	394	524	800
당기순이익	489	1,895	878	1,133	1,681
증가율(%)	흑전	288.0	(53.7)	29.1	48.3
지배주주지분	292	1,569	705	865	1,218
증가율(%)	흑전	437.2	(55.1)	22.7	40.9
비지배지분	196	326	173	269	463
EPS(원)	3,159	16,969	7,625	9,352	13,172
증가율(%)	흑전	437.2	(55.1)	22.7	40.9
수정EPS(원)	3,159	16,969	7,625	9,352	13,172
증가율(%)	흑전	437.2	(55.1)	22.7	40.9

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,159	16,969	7,625	9,352	13,172
BPS	184,720	209,698	195,256	204,483	217,480
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	75.5	9.1	16.6	13.5	9.6
PBR	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.9	5.3	7.5	7.0	6.5
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	8.9	2.5	9.2	2.9	2.5
수익성(%)					
영업이익률	3.7	5.0	2.6	3.4	4.4
EBITDA이익률	6.9	7.3	6.0	7.7	9.3
순이익률	1.0	2.4	1.1	1.6	2.2
ROE	1.8	8.5	3.7	4.6	6.2
ROIC	4.1	8.8	3.8	4.1	4.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	51.0	69.7	99.0	115.4	134.9
유동비율	148.0	116.0	72.8	74.0	72.6
이자보상배율	4.4	6.1	4.7	3.7	4.3
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.3	1.2	1.1	1.1
매출채권회전율	11.5	11.8	10.5	11.4	12.0
재고자산회전율	8.0	7.9	7.1	7.7	8.1
매입채무회전율	5.0	6.1	5.7	5.9	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%

(2023.12.31 기준)

