

(Analyst) 이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com
(RA) 김태형 taehyoung.kim@miraeeasset.com

(Analyst) 김철중 chuljoong.kim@miraeeasset.com



096770 · 석유정제

SK이노베이션

미워도 다시 한번

(유지)

매수

목표주가

200,000원 ▼

상승여력

45.9%

현재주가(23/11/3)

137,100원

KOSPI	2,368.34	시가총액(십억원)	13,800	발행주식수(백만주)	101	외국인 보유비중(%)	21.2
-------	----------	-----------	--------	------------	-----	-------------	------

Report summary

투자의견

동사의 목표주가를 20만원으로 32.2% 하향하지만, 투자의견은 매수를 유지한다. 24년 글로벌 EV 수요 전망치 하향 조정(-10%)을 반영, SKON 24년 매출액과 EBITDA를 각각 16%, 26% 하향 조정 때문이다. 하지만 현 시가총액은 4분기 영업흑자가 기대되는 배터리 사업의 가치를 반영하지 못하고 있다고 판단한다.

시황 및 전망

동사의 3Q23 영업이익은 1조 5,631억원으로 예상치를 +49.4% 상회했으며, 전분기 대비 흑자 전환했다. 흑자 전환 및 예상치 상회 요인은 정유 부문의 호실적이다. 4Q23에는 배터리 사업부의 흑자 전환을 다시 한번 예상한다. 메탈 가격 하락에 따른 판가 하락은 10% 수준일 것이다. 유럽 고객 수요 둔화 지속되겠지만, 북미 라인은 견조하며 AMPC는 2,430억원을 예상한다. 배터리 업황의 바닥은 1~2분기로 전망한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.9	-20.7	-26.5
상대주가	-4.1	-16.3	-27.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	46,853	78,057	75,362	72,366	81,272
영업이익 (십억원)	1,742	3,917	2,159	3,895	6,887
영업이익률 (%)	3.7	5.0	2.9	5.4	8.5
순이익 (십억원)	292	1,569	585	2,379	4,617
EPS (원)	3,042	16,339	5,989	23,350	45,308
ROE (%)	1.8	8.5	2.8	10.0	17.2
P/E (배)	77.2	9.3	22.9	5.9	3.0
P/B (배)	1.2	0.7	0.6	0.5	0.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	3.6	3.6	3.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

시황 및 전망

3Q23 Review: 정제마진 UP, 재고효과 UP

동사의 3Q23 영업이익은 1조 5,631억원으로 예상치를 +49.4% 상회했으며, 전분기 대비 흑자 전환했다. 흑자 전환 및 예상치 상회 요인은 정유 부문의 호실적이다. 정제마진 개선 효과로 전분기 대비 8,354억원의 이익 개선이 있었으며, 유가 상승으로 인한 재고 효과도 전분기 대비 6,367억원이 추가되었다. 화학 역시 유가 상승에 따른 납사 재고 효과가 652억원이 있어 실적 개선에 긍정적인 영향을 미쳤다.

SKON은 매출액 및 영업이익이 당사 예상치를 하회했다. 유럽 주요 고객 수요 둔화가 영향을 미치고 있으나, 북미 라인 출하량 증가에 따른 AMPC(2,160억원) 인식으로 전분기 대비 수익성은 개선되었다.

4Q23 Preview: SKON, 미워도 다시 한번

동사의 4Q23 영업이익은 4,948억원으로 전분기 대비 68% 감소할 전망이다. 이유는 석유제품의 정제마진 축소 및 유가 안정화로 인한 재고 효과 제거다. 성수기가 끝난 휘발유와 역내 수출량 증가가 우려되는 경유의 마진이 전분기 대비 조정 받을 것으로 예상된다. 그리고 최근 글로벌 정제마진 역시 축소되는 추세로 국제유가 역시 전분기 대비 조정을 예상한다. 화학도 PX 스프레드 축소로 인한 감익을 전망한다.

SKON의 매출액은 전분기와 유사한 3.2조원, 영업이익은 BEP를 예상한다. 메탈 가격 하락에 따른 판가 하락은 10% 수준일 것이다. 유럽 고객 수요 둔화 지속되겠지만, 북미 라인은 견조하며 AMPC는 2,430억원을 예상한다. 메탈 가격의 추가적인 하락이 없다면, 24년 1~2분기 중 배터리 가격 바닥 형성을 전망한다. 점진적인 업황 개선(Q)이 진행될 것으로 예상된다.

표 1. SK이노베이션 분기별 실적 추정

										(십억원)		
		1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	전체	19,142.9	18,727.2	19,889.1	17,603.2	17,654.7	17,781.9	18,232.9	18,696.8	78,056.9	75,362.4	72,366.3
	정유	11,606.9	10,742.9	12,322.8	9,958.3	9,358.8	8,964.6	9,050.6	9,133.3	52,581.7	44,630.9	36,507.2
	화학	2,535.1	2,857.4	2,899.7	2,786.6	2,933.8	2,876.7	2,928.3	3,044.7	11,026.9	11,078.8	11,783.5
	윤활기유	1,302.3	1,109.7	1,186.6	1,246.3	1,196.6	1,134.0	1,116.4	1,125.3	4,981.5	4,844.9	4,572.3
	E&P	328.5	248.8	238.9	359.9	349.8	361.9	389.2	389.2	1,526.4	1,176.1	1,490.1
	SKON	3,305.3	3,696.1	3,172.7	3,183.8	3,747.3	4,376.4	4,680.0	4,935.9	7,617.7	13,357.9	17,739.6
	SKIET	143.0	167.1	195.5	236.6	234.2	263.3	284.7	328.8	582.8	781.1	1,157.5
영업이익	전체	375.0	-106.8	1,563.1	494.8	562.8	726.0	1,257.5	1,348.8	3,917.3	2,326.1	3,895.0
	정유	274.8	-411.2	1,112.5	110.1	169.7	128.1	448.2	473.2	3,391.1	1,086.2	1,219.2
	화학	108.9	170.2	237.0	78.6	113.3	101.9	115.9	140.7	127.1	594.7	471.7
	윤활기유	259.2	259.9	261.7	248.2	240.0	231.8	220.2	207.5	1,071.2	1,029.0	899.5
	E&P	113.5	68.2	79.4	108.0	105.0	108.6	116.8	116.8	641.5	369.1	447.0
	SKON	-344.7	-131.5	-86.1	0.0	-15.1	205.7	406.4	460.7	-1,072.7	-562.3	1,057.7
	SKIET	-4.0	8.4	19.3	37.9	45.7	52.1	64.1	83.3	-46.7	108.5	252.9
세전이익		156.3	-257.9	1,086.9	334.6	398.5	553.4	1,083.3	1,175.9	2,860.2	1,319.9	3,211.1
순이익(지배)		-131.1	-222.1	691.2	247.1	295.3	410.1	802.7	871.3	1,569.0	585.1	2,379.4

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견

목표주가 20만원으로 하향, 매수 의견 유지

동사의 목표주가를 20만원으로 32.2% 하향하며, 투자의견은 매수를 유지한다. 24년 글로벌 EV 수요 전망치 하향 조정(-10%)을 반영했으며, SKON 24년 매출액과 EBITDA를 각각 16%, 26% 하향 조정한다. SKON 영업가치 21조원에서 15조원으로 하향 조정하지만, 현재의 시가총액은 4분기 영업흑자가 기대되는 배터리 사업부의 가치를 반영하지 못하고 있다고 판단하여 매수 의견을 유지한다.

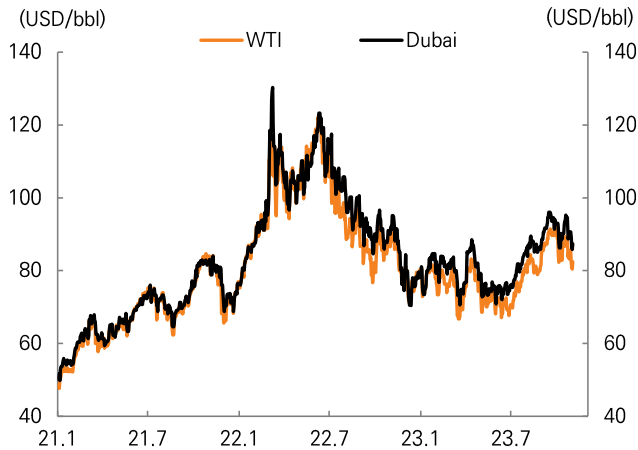
표 2. SK이노베이션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

		12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	
사업 가치	정유	1,926.8	4.3	8,285.1	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	화학	855.3	5.6	4,773.6	국내 화학사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	윤활유	996.3	4.3	4,284.1	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	E&P	492.0	4.3	2,115.5	미국 E&P 12MF 평균 EV/EBITDA에서 시장 할인률 30% 적용
	SK ON	2,557.7	15.0	15,345.9	Target EV/EBITDA 15배 유지
	SKIET	460.0	17.5	985.3	24년 예상 EBITDA에 창신신소재 EV/EBITDA 적용 지분율 61.2%, 지주사 할인율 80%
	계			35,789.5	
순차입금				15,527.0	차입금 29.0조 - 현금 13.5조 (3Q23)
우선주 시가총액				113.0	
EV				20,149.5	
주식수				100.7	
목표가				200,183	목표주가 20만원 산출

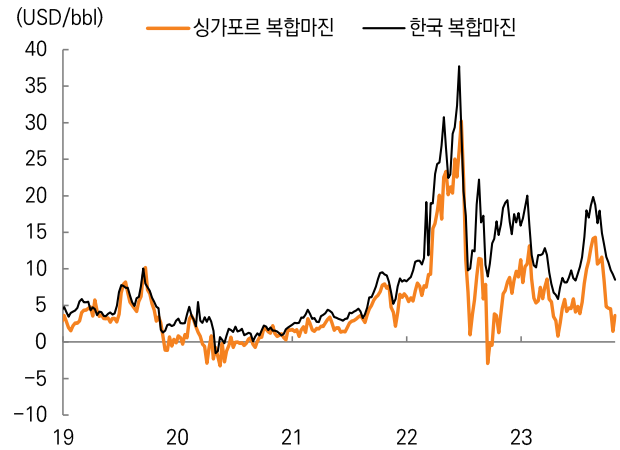
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 정제마진 추이



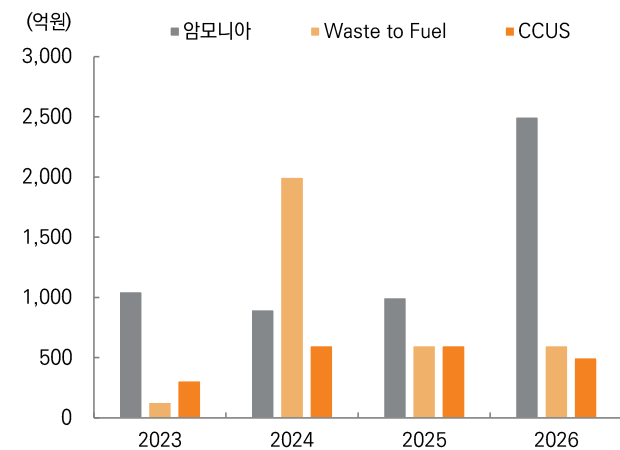
자료: 페트로넷, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. PX 스프레드 추이



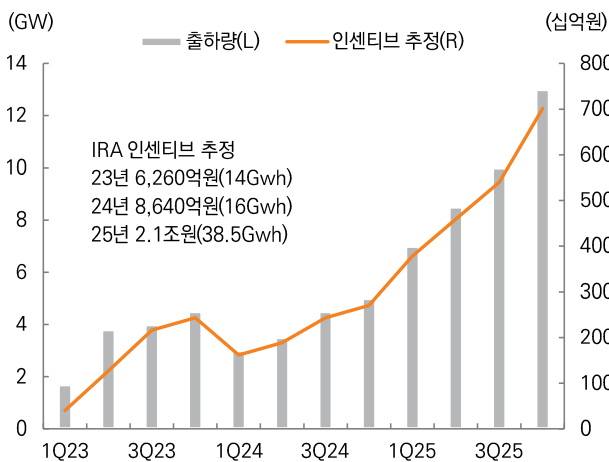
자료: Ciscem, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 신사업 CAPEX 투자 규모



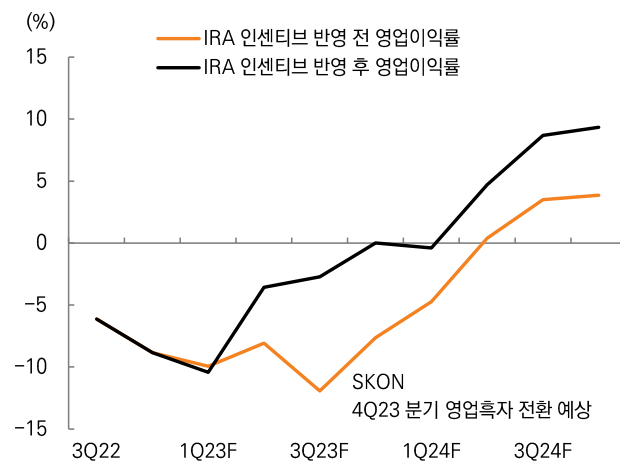
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 23~25년 IRA 인센티브 추정치



자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. SKON 영업이익률 추정: 4Q23 영업 흑자 전환 전망



자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	78,057	75,362	72,366	81,272
매출원가	71,030	69,571	64,839	70,753
매출총이익	7,027	5,791	7,527	10,519
판매비와관리비	3,110	3,632	3,632	3,632
조정영업이익	3,917	2,159	3,895	6,887
영업이익	3,917	2,159	3,895	6,887
비영업손익	-1,057	-839	-684	-656
금융손익	-440	-733	-776	-747
관계기업등 투자손익	2	149	80	80
세전계속사업손익	2,860	1,320	3,211	6,231
계속사업법인세비용	965	501	706	1,371
계속사업이익	1,895	819	2,505	4,860
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,895	819	2,505	4,860
지배주주	1,569	585	2,379	4,617
비지배주주	326	234	125	243
총포괄이익	2,066	1,279	2,505	4,860
지배주주	1,803	1,562	3,918	7,602
비지배주주	262	-283	-1,413	-2,742
EBITDA	5,710	4,230	6,396	9,491
FCF	-6,370	-4,335	-1,254	4,948
EBITDA 마진율 (%)	7.3	5.6	8.8	11.7
영업이익률 (%)	5.0	2.9	5.4	8.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.0	0.8	3.3	5.7

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	407	4,133	4,746	6,948
당기순이익	1,895	819	2,505	4,860
비현금수익비용가감	3,867	3,023	3,802	4,542
유형자산감가상각비	1,616	1,868	2,314	2,439
무형자산상각비	177	203	187	166
기타	2,074	952	1,301	1,937
영업활동으로인한자산및부채의변동	-4,270	1,948	-180	-437
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2,424	259	-379	-921
재고자산 감소(증가)	-4,315	1,284	-671	-1,633
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-284	-826	520	1,264
법인세납부	-739	-980	-706	-1,371
투자활동으로 인한 현금흐름	-5,123	-8,499	-6,110	-2,268
유형자산처분(취득)	-6,710	-8,463	-6,000	-2,000
무형자산감소(증가)	-288	-91	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	2,404	154	-110	-268
기타투자활동	-529	-99	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	10,507	6,412	-480	-477
장단기금융부채의 증가(감소)	9,861	2,991	2	5
자본의 증가(감소)	500	2,289	0	0
배당금의 지급	-217	-319	-482	-482
기타재무활동	363	1,451	0	0
현금의 증가	6,055	2,804	-2,037	3,620
기초현금	3,424	9,479	12,283	10,246
기말현금	9,479	12,283	10,246	13,866

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

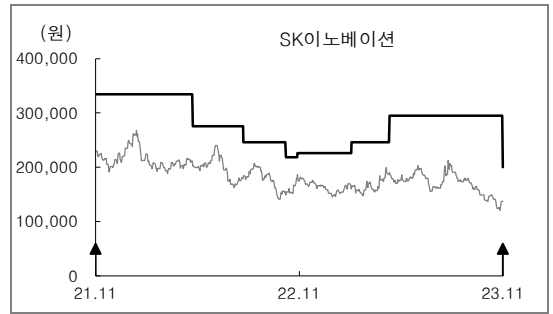
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	31,967	33,188	32,450	39,228
현금 및 현금성자산	9,479	12,283	10,246	13,866
매출채권 및 기타채권	7,846	7,534	8,002	9,140
재고자산	11,858	10,807	11,478	13,111
기타유동자산	2,784	2,564	2,724	3,111
비유동자산	35,252	41,944	45,730	45,822
관계기업투자등	4,772	4,389	4,662	5,325
유형자산	25,111	32,134	35,819	35,380
무형자산	2,078	1,997	1,811	1,645
자산총계	67,219	75,133	78,180	85,051
유동부채	27,557	26,395	27,334	29,618
매입채무 및 기타채무	11,900	12,117	12,869	14,700
단기금융부채	12,435	11,314	11,316	11,321
기타유동부채	3,222	2,964	3,149	3,597
비유동부채	16,419	20,410	20,496	20,705
장기금융부채	14,915	19,026	19,026	19,026
기타비유동부채	1,504	1,384	1,470	1,679
부채총계	43,977	46,805	47,830	50,323
지배주주지분	19,651	22,809	24,706	28,841
자본금	469	510	510	510
자본잉여금	8,198	10,446	10,446	10,446
이익잉여금	11,580	11,608	13,505	17,639
비지배주주지분	3,591	5,518	5,643	5,886
자본총계	23,242	28,327	30,349	34,727

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	9.3	22.9	5.9	3.0
P/CF (x)	2.5	3.5	2.2	1.5
P/B (x)	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	6.0	8.5	5.9	3.6
EPS (원)	16,339	5,989	23,350	45,308
CFPS (원)	60,001	39,328	61,892	92,266
BPS (원)	218,491	232,441	251,057	291,631
DPS (원)	0	5,000	5,000	4,800
배당성향 (%)	0.0	58.2	19.0	9.4
배당수익률 (%)	0.0	3.6	3.6	3.5
매출액증가율 (%)	66.6	-3.5	-4.0	12.3
EBITDA증가율 (%)	75.4	-25.9	51.2	48.4
조정영업이익증가율 (%)	124.9	-44.9	80.4	76.8
EPS증가율 (%)	437.2	-63.3	289.9	94.0
매출채권 회전율 (회)	14.8	12.2	11.5	11.7
재고자산 회전율 (회)	7.9	6.7	6.5	6.6
매입채무 회전율 (회)	9.6	7.9	7.5	7.4
ROA (%)	3.2	1.2	3.3	6.0
ROE (%)	8.5	2.8	10.0	17.2
ROIC (%)	8.7	3.0	7.4	12.5
부채비율 (%)	189.2	165.2	157.6	144.9
유동비율 (%)	116.0	125.7	118.7	132.4
순차입금/자기자본 (%)	69.7	58.3	60.8	42.0
조정영업이익/금융비용 (x)	6.1	1.9	3.4	6.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK이노베이션 (096770)				
2023.11.06	매수	200,000	-	-
2023.04.17	매수	295,186	-42.14	-28.00
2023.02.08	매수	245,988	-32.30	-18.80
2022.11.03	매수	226,309	-27.65	-19.57
2022.10.13	매수	218,437	-26.48	-17.34
2022.07.29	매수	245,988	-27.15	-15.80
2022.04.29	매수	275,506	-28.57	-12.86
2021.10.28	매수	334,544	-35.36	-20.00



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK이노베이션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.