



## MARKETPERFORM

## (Downgrade)

목표주가: 116,000원(하향)

주가(2/6): 120,800원

시가총액: 121,592억원

화학/정유 Analyst 정경희

caychung09@kiwoom.com

RA 신대현

shin8d@kiwoom.com

## Stock Data

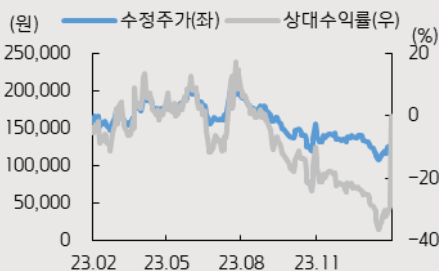
KOSPI(2/6)	2,576.20pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	212,534원	108,300원
등락률	-43.2%	11.5%
수익률	절대	상대
1M	-9.5%	-9.4%
6M	-40.5%	-39.9%
1Y	-26.6%	-29.6%

발행주식수	100,656 천주
일평균 거래량(3M)	386천주
외국인 지분율	21.8%
배당수익률(2023E)	0.0%
BPS(2023E)	213,541원
주요 주주	SK 외 12인
	34.5%

## 투자지표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	46,853.4	78,056.9	77,288.5	75,958.3
영업이익	1,741.7	3,917.3	1,903.4	1,600.4
EBITDA	3,255.4	5,710.5	3,918.8	4,151.7
세전이익	818.5	2,860.2	1,398.5	738.9
순이익	488.5	1,895.2	926.6	489.6
지배주주지분순이익	292.1	1,569.0	767.2	405.3
EPS(원)	3,042	16,339	7,528	4,151
증감률(% YoY)	흑전	437.2	-53.9	-44.9
PER(배)	77.2	9.3	18.6	30.6
PBR(배)	1.30	0.74	0.66	0.55
EV/EBITDA(배)	10.6	6.0	9.5	10.5
영업이익률(%)	3.7	5.0	2.5	2.1
ROE(%)	1.8	8.5	3.7	1.8
순차입금비율(%)	51.0	69.6	75.2	102.9

## Price Trend



## SK이노베이션(096770)

## '24년 상반기는 전통에너지사로 평가 예상



4분기 매출액 약 19.5조(YoY +2.1%, QoQ -1.8%), , 영업이익 약 729억원(YoY +109.4%, QoQ -95.4%)로 발표되었습니다. 유가하락에 따른 재고평가손실 및 래깅 효과로 적자전환한 정유부문 실적 약세가 시장 Consensus 및 당사 추정치를 크게 하회한 실적으로 나타났습니다. 당사는 전통에너지사(석유, 정제 및 화학)에서 신재생에너지(배터리)로 변화를 시도, 정유사 대비 프리미엄을 받기도 했습니다. 그러나 배터리 수익성 개선시점은 지연될 것으로 추정됩니다. 이에 전통 에너지 수익성과 밸류에이션이 동사 EV를 주도할 것으로 예상됩니다. 추정치 하향 및 전통에너지사로 평가함에 따라 목표주가 116,000원, 투자 의견 MARKET-PERFORM 으로 하향합니다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 실적

동사 4분기 영업이익은 3분기 대비 95.4% 감소한 729억원으로 발표되었다. 이유는 1) 석유 사업에서 마진 효과(-5,201억원) 및 재고효과(-6,488억원)으로 영업손실 1,652억원으로 적자전환하였고, 2) 화학사업도 약세 상황에 따라 BEP로 수익성이 하락했고, 3) 석유개발과 윤활사업은 견조했지만, 석유 및 화학사업 둔화를 버티기에 그 영향이 작기 때문이다. 4) AMPC QoQ 302억원 증가하였음에도 배터리의 영업손실도 지속되었다. 이익기여도가 큰 석유와 화학은 마진하락, 재고평가손, 래깅 효과로 이익이 급감했고, 기여도가 작지만 중요한 배터리는 여전히 영업손실구간에 머물렀다. 실망스러운 분기 실적이라 할 수 있다.

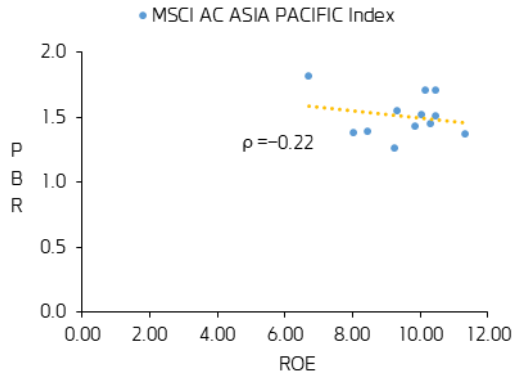
## &gt;&gt;&gt; 배터리 수익성 지연, 전통에너지사로 다시 평가될 듯

'24년 영업이익은 '23년보다 소폭 감소될 것으로 추정한다. 비중이 높은 정유 및 화학 마진이 '23년대비 조정될 것으로 예상하기 때문이다. 그러나 아시아 정유주의 PBR과 ROE의 상관관계수가 -0.22로 의미가 없는 수준임을 감안하면, 이익기여도 비중은 작을 수 있지만 배터리의 수익성 개선이 전체 EV 상승을 견인할 수 있다. 그러나 1) 리튬가격 하향 안정화 전망, 2) 전방 EV 성장 둔화, 3) LFP의 비중 증가 및 OEM 투자 지연 등의 리스크가 있다. 동사의 경우 이에 헝가리와 미국의 수출이 정상화 시점에 대한 불확실성이 추가된다. 보수적 추정을 위하여 '24년 배터리 영업손실 지속을 포함, '23년대비 실적이 감소할 것으로 추정한다.

## &gt;&gt;&gt; MARKETPERFORM, 목표주가 116,000원으로 하향

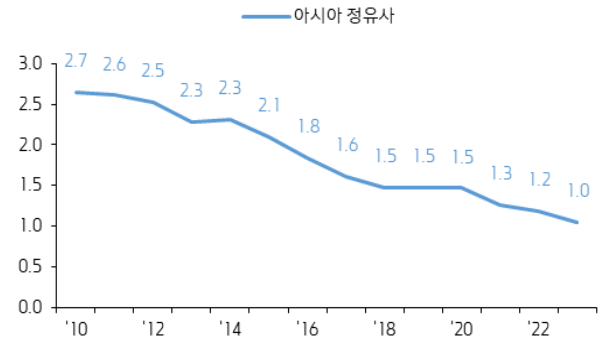
우리는 동사는 PBR이 하락하는 정유산업에서 신재생에너지인 배터리사업으로의 전환에 따라 그간 PBR 하락국면을 다소 비껴나 있었다. 그러나 배터리 이익기여 지연속에 당분간 실적은 동사의 기존 사업부문인 정유, 석유, 화학, 윤활 등에서 창출되며, 정유주로 평가받을 가능성이 있다. 이에 '24년 실적 추정 변경 및 정유 업종에 대한 PBR 할인(0.51x)을 감안, 투자 의견 MARKETPERFORM, 목표주가 116,000원으로 각각 하향한다.

## 아시아 정유사 ROE와 PBR의 상관관계? 거의 없음



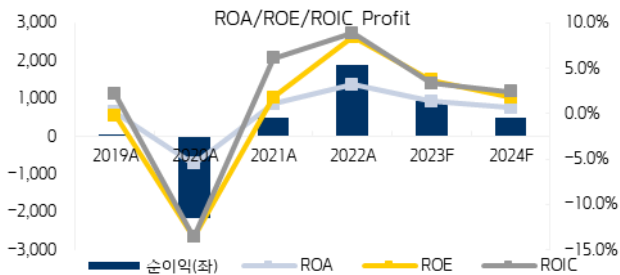
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 시장 축소를 앞두고 밸류에이션은 하락중



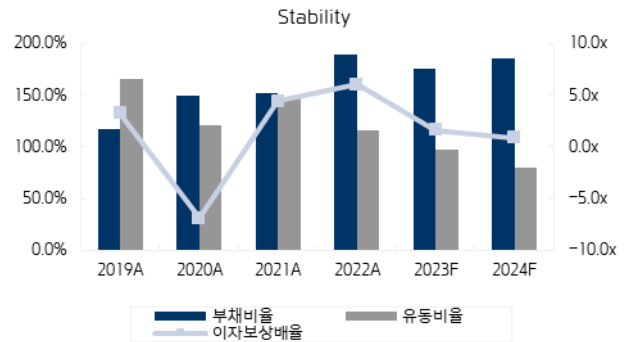
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## ROE, ROA 하향 예상



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

## 부채비율이 증가한 상황



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

## 분기별 및 연간 추정 손익

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023E	2024E
매출액	19,143	18,727	19,889	19,529	18,078	19,339	20,587	17,954	78,057	77,289	75,958
(YoY)	18%	-6%	-13%	2%	-6%	3%	4%	-8%	67%	-2%	3%
매출원가	17,838	18,025	17,669	17,960	16,533	17,880	19,034	17,004	71,030	71,492	70,451
(YoY)	28%	7%	-17%	-5%	-7%	-1%	8%	-5%	66%	1%	-1%
매출총이익	1,304	702	2,220	1,570	1,545	1,459	1,553	949	7,027	5,797	5,507
(YoY)	-43%	-77%	46%	975%	18%	108%	-30%	-40%	68%	-18%	-5%
GPM	7%	4%	11%	8%	9%	8%	8%	5%	9%	8%	7%
판관비	929	976	867	1,121	933	977	869	1,128	3,110	3,893	3,906
(YoY)	42%	34%	6%	23%	0%	0%	0%	1%	27%	25%	0%
영업이익	375	(107)	1,563	72	612	482	685	(179)	3,917	1,903	1,600
(YoY)	-77%	적전	122%	흑전	63%	흑전	-56%	적전	125%	-51%	-16%
OPM	2.0%	-0.6%	7.9%	0.4%	3.4%	2.5%	3.3%	-1.0%	5.0%	2.5%	2.1%

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	46,853.4	78,056.9	77,288.5	75,958.3	78,357.0
매출원가	42,672.1	71,029.7	71,491.8	70,451.4	72,088.6
매출총이익	4,181.3	7,027.2	5,796.7	5,506.9	6,268.5
판매비	2,439.6	3,109.9	3,893.3	3,906.4	4,120.0
<b>영업이익</b>	1,741.7	3,917.3	1,903.4	1,600.4	2,148.5
<b>EBITDA</b>	3,255.4	5,710.5	3,918.8	4,151.7	5,430.4
<b>영업외손익</b>	-923.2	-1,057.2	-504.9	-861.5	-1,286.1
이자수익	54.8	205.6	331.9	184.4	164.9
이자비용	393.8	646.0	1,146.7	1,769.3	1,934.3
외환관련이익	1,011.6	3,786.8	2,840.1	2,414.1	1,923.9
외환관련손실	1,193.5	4,042.7	3,032.0	2,577.2	2,327.0
종속 및 관계기업손익	436.8	2.3	2.3	2.3	2.3
기타	-839.1	-363.2	499.5	884.2	884.1
<b>법인세차감전이익</b>	818.5	2,860.2	1,398.5	738.9	862.3
법인세비용	373.7	965.0	471.8	249.3	290.9
계속사업순이익	444.8	1,895.2	926.6	489.6	571.4
<b>당기순이익</b>	488.5	1,895.2	926.6	489.6	571.4
<b>지배주주순이익</b>	292.1	1,569.0	767.2	405.3	473.1
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	35.6	66.6	-1.0	-1.7	3.2
영업이익 증감율	흑전	124.9	-51.4	-15.9	34.2
EBITDA 증감율	흑전	75.4	-31.4	5.9	30.8
지배주주순이익 증감율	흑전	437.1	-51.1	-47.2	16.7
EPS 증감율	흑전	437.2	-53.9	-44.9	17.5
매출총이익율(%)	8.9	9.0	7.5	7.2	8.0
영업이익률(%)	3.7	5.0	2.5	2.1	2.7
EBITDA Margin(%)	6.9	7.3	5.1	5.5	6.9
지배주주순이익률(%)	0.6	2.0	1.0	0.5	0.6

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-495.5	406.6	7,401.8	4,237.9	5,019.6
당기순이익	488.5	1,895.2	926.6	489.6	571.4
비현금항목의 가감	2,012.5	3,866.8	3,655.2	4,780.9	5,977.8
유형자산감가상각비	1,408.3	1,616.3	1,820.8	2,378.1	3,127.8
무형자산감가상각비	105.4	176.8	194.5	173.1	154.1
지분법평가손익	-651.0	-375.5	-2.3	-2.3	-2.3
기타	1,149.8	2,449.2	1,642.2	2,232.0	2,698.2
영업활동자산부채증감	-2,585.5	-4,270.4	3,981.5	676.4	405.7
매출채권및기타채권의감소	-1,881.0	-2,424.3	1,912.2	106.4	-191.9
재고자산의감소	-4,126.3	-4,315.3	2,583.1	159.6	-287.9
매입채무및기타채무의증가	1,549.8	-284.3	-616.5	317.9	802.2
기타	1,872.0	2,753.5	102.7	92.5	83.3
기타현금흐름	-411.0	-1,085.0	-1,161.5	-1,709.0	-1,935.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	-4,110.7	-5,123.3	-	-	-8,049.6
유형자산의 취득	-3,175.2	-6,776.6	-	-	-8,012.0
유형자산의 처분	902.5	67.0	0.0	0.0	550.0
무형자산의 순취득	-77.7	-288.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-91.8	-590.7	-766.5	-74.5	-524.5
단기금융자산의감소(증가)	-1,998.7	2,516.1	904.2	-12.1	-12.3
기타	330.2	-50.7	-50.8	-50.7	-50.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	5,029.7	10,507.2	4,096.6	3,900.9	4,925.5
차입금의 증가(감소)	1,835.2	9,298.9	1,500.0	2,500.0	3,500.0
<b>자본금,자본잉여금의 증가(감소)</b>	0.0	0.0	1,171.2	-24.6	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-25.2	-217.2	-0.1	-0.1	-0.1
기타	3,219.7	1,425.5	1,425.5	1,425.6	1,425.6
기타현금흐름	59.7	264.9	-1,684.5	-726.9	-2,466.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	483.2	6,055.3	-599.2	-4,225.4	-571.4
기초현금 및 현금성자산	2,940.7	3,423.8	9,479.1	8,879.9	4,654.5
기말현금 및 현금성자산	3,423.8	9,479.1	8,879.9	4,654.5	4,083.1

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	21,481.7	31,966.7	25,865.3	21,293.4	21,130.8
현금 및 현금성자산	3,423.8	9,479.1	8,879.9	4,654.5	4,083.1
단기금융자산	4,023.1	1,507.0	602.8	614.8	627.1
매출채권 및 기타채권	5,130.3	8,095.2	6,183.1	6,076.7	6,268.6
재고자산	7,849.1	11,857.7	9,274.6	9,115.0	9,402.8
기타유동자산	1,055.4	1,027.7	924.9	832.4	749.2
<b>비유동자산</b>	28,063.3	35,252.2	44,505.7	53,531.2	58,238.0
투자자산	4,826.3	5,419.3	6,188.1	6,264.9	6,791.7
유형자산	19,337.5	25,110.6	33,789.7	42,911.6	47,245.8
무형자산	1,906.9	2,077.7	1,883.1	1,710.0	1,555.9
기타비유동자산	1,992.6	2,644.6	2,644.8	2,644.7	2,644.6
<b>자산총계</b>	49,544.9	67,218.9	70,370.9	74,824.5	79,368.8
<b>유동부채</b>	14,512.4	27,557.2	26,440.7	26,758.7	29,060.9
매입채무 및 기타채무	11,324.1	14,410.7	13,794.2	14,112.1	14,914.4
단기금융부채	2,694.8	12,398.2	11,898.2	11,898.2	13,398.2
기타유동부채	493.5	748.3	748.3	748.4	748.3
<b>비유동부채</b>	15,411.8	16,419.4	18,419.4	21,919.4	23,419.4
장기금융부채	14,766.3	14,770.4	16,770.4	20,270.4	21,770.4
기타비유동부채	645.5	1,649.0	1,649.0	1,649.0	1,649.0
<b>부채총계</b>	29,924.2	43,976.6	44,860.1	48,678.1	52,480.3
<b>지배지분</b>	17,310.9	19,651.6	21,760.6	22,312.1	22,955.8
자본금	468.6	468.6	509.5	484.9	484.9
자본잉여금	7,697.6	8,198.0	9,328.2	9,328.2	9,328.2
기타자본	-1,555.2	-1,322.8	-1,322.8	-1,322.8	-1,322.8
기타포괄손익누계액	501.2	728.2	899.0	1,069.7	1,240.5
이익잉여금	10,198.7	11,579.7	12,346.8	12,752.0	13,225.0
비지배지분	2,309.8	3,590.7	3,750.2	3,834.4	3,932.8
<b>자본총계</b>	19,620.7	23,242.3	25,510.8	26,146.5	26,888.5

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,042	16,339	7,528	4,151	4,878
BPS	180,264	204,639	213,541	230,059	236,697
CFPS	26,044	60,001	44,962	53,970	67,528
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	77.2	9.3	18.6	30.6	26.1
PER(최고)	105.9	16.8	30.0		
PER(최저)	62.4	8.6	16.0		
PBR	1.30	0.74	0.66	0.55	0.54
PBR(최고)	1.79	1.34	1.06		
PBR(최저)	1.05	0.69	0.56		
PSR	0.48	0.19	0.18	0.16	0.16
PCFR	9.0	2.5	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA	10.6	6.0	9.5	10.5	8.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	1.1	3.2	1.3	0.7	0.7
ROE	1.8	8.5	3.7	1.8	2.1
ROIC	6.1	8.9	3.4	2.4	2.9
매출채권회전율	11.5	11.8	10.8	12.4	12.7
재고자산회전율	8.0	7.9	7.3	8.3	8.5
부채비율	152.5	189.2	175.8	186.2	195.2
순차입금비율	51.0	69.6	75.2	102.9	113.3
이자보상배율, 현금	4.4	6.1	1.7	0.9	1.1
<b>총차입금</b>	17,461.1	27,168.5	28,668.5	32,168.5	35,168.5
순차입금	10,014.1	16,182.5	19,185.9	26,899.2	30,458.3
EBITDA	3,255.4	5,710.5	3,918.8	4,151.7	5,430.4
FCF	-2,009.5	-6,809.7	-3,241.9	-7,211.8	-2,350.8

## Compliance Notice

- 당사는 2월 6일 현재 'SK이노베이션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

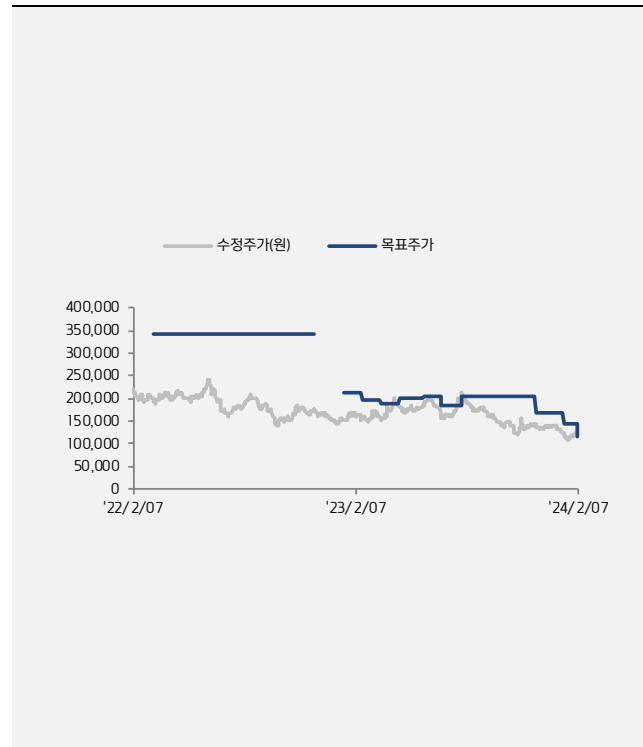
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK이노베이션 (096770)	2022-03-10	Buy(Maintain)	344,383원	6개월	-40.51	-37.14
	2022-05-02	Buy(Maintain)	344,383원	6개월	-40.68	-37.14
	2022-06-03	Buy(Maintain)	344,383원	6개월	-42.45	-30.29
담당자변경	2023-01-19	Buy(Reinitiate)	211,550원	6개월	-23.37	-19.53
	2023-02-17	Buy(Maintain)	195,806원	6개월	-18.31	-11.16
	2023-03-20	Outperform (Downgrade)	186,951원	6개월	-6.17	6.84
	2023-04-20	Marketperform (Downgrade)	199,742원	6개월	-10.30	-8.67
	2023-04-25	Outperform (Upgrade)	199,742원	6개월	-12.27	-8.67
	2023-05-08	Outperform (Maintain)	199,742원	6개월	-11.51	-6.90
	2023-05-30	Outperform (Maintain)	204,662원	6개월	-7.62	-0.72
	2023-06-27	Outperform (Maintain)	185,967원	6개월	-9.08	8.73
	2023-07-31	Outperform (Maintain)	205,646원	6개월	-23.58	3.35
	2023-11-30	Outperform (Maintain)	167,000원	6개월	-18.84	-14.31
	2024-01-15	Outperform (Maintain)	143,000원	6개월	-13.71	-13.71
	2024-02-07	Marketperform (Downgrade)	116,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

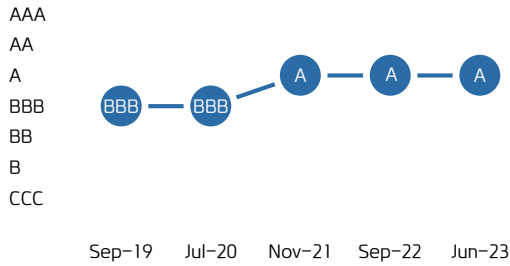
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

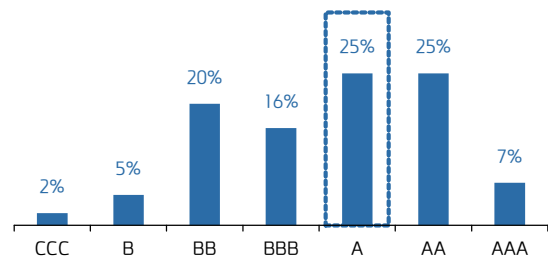
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

## MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

Universe: MSCI ACWI 지수 내 석유&amp;가스 정제 기업 44개 참조

## 세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중평균	5.8	5.4		
<b>환경</b>	6.0	5.3	48.0%	
탄소배출	8.1	6.7	21.0%	
유독 물질 배출 & 폐기물	3.7	4.3	16.0%	▼0.3
친환경 기술 관련 기회	5.2	4.3	11.0%	▲0.2
<b>사회</b>	7.8	6.5	15.0%	
건강과 안전	7.8	7.1	15.0%	
<b>지배구조</b>	4.7	5	37.0%	
기업 지배구조	5.7	5.7		
기업 행동	5.0	5.9		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## ESG 최근 이슈

일자	내용
22년 8월	SK지오센트릭: 울산 폴리머 공장 폭발이 합성수지 재생 과정에서의 과도한 압력 발생으로 발생. 총 7명 부상

자료: 키움증권 리서치

## MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (석유&가스 정제 기업)	탄소 배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출 & 폐기물	건강과 안전	기업 지배구조	기업 행동	등급	추세			
SK 이노베이션	● ● ● ●	● ● ●	● ●	● ● ●	● ●	●	A	◀▶			
HD현대	● ● ●	● ● ●	●	●	● ●	● ●	BBB	◀▶			
S-Oil	● ● ●	●	● ●	● ●	●	● ●	BB	◀▶			
BHARAT PETROLEUM CORPORATION LIMITED	● ● ● ●	● ●	● ●	●	● ●	●	BB	◀▶			
HINDUSTAN PETROLEUM CORPORATION LIMITED	● ● ●	● ● ● ●	●	● ●	●	●	BB	◀▶			
FORMOSA PETROCHEMICAL CORPORATION	●	● ●	● ●	● ●	●	● ● ●	B	◀▶			

4분위 등급 : 4분위 최저 ● 4분위 최고 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치