

# SK이노베이션 (096770)

## 2024년 상반기 배터리 약세를 견뎌야

### 정유 및 배터리 혼조로, 2024년 예상 영업이익 약보합

2024년 예상 실적은 '매출액 68.9조원, 영업이익 1.8조원(영업이익률 2.5%), 지배주주 순이익 1.2조원' 등이다. 영업이익은 전년 1.9조원에 비해 △8% 정도로 소폭 줄어든 전망이다. 정유/PX/윤활유 호황을 이어지겠지만, 배터리 약세가 불가피해 보인다. 특히, 상반기 배터리 거래처 변경 및 주요 자동차업체 재고조정 영향으로, 생산설비 조정이 예상되어 있을 뿐만 아니라, 신규 증설에 따른 고정비 부담이 늘어난다. 부문별 예상 손익은 '정유 8,663억원, 배터리 △6,459억원, 석화/윤활유/자원개발 1.9조원' 등이다.

### 2024년 상반기 배터리 조정을 거쳐야

2024년 상반기 배터리 영업손익은 △7,023억원으로 일시적인 후퇴가 예상된다. ① 2024년 글로벌 배터리 시장 수요는 1.2TW로, 전년대비 20% 증가할 것으로 예상되지만, SK온(주) 판매량은 정체에 예상된다. 특히, 상반기에 △30% 정도 감소가 우려된다. 미국 주요 거래처인 포드(주) 납품 물량 일부가 현대/기아차(주)로 전환하면서, 설비 변경으로 가동이 중단된다. 상반기 판매량은 전년 하반기 대비 30% 감소할 수 있다. ② 배터리 캐파가 89GW에서 152GW(1분기 형거리 30GW, 2분기 중국 33GW)로 71% 확대되는데, 초기에 감가상각비 부담이 늘어난다. 대형 설비 가동으로 수율과 설비 가동률 상승이 천천히 진행될 수 있다.

### SK온(주) 지분을 80%로 낮아질 수 있는 우려 있어

2024년 2월, PBR(주가/순자산 배율)은 0.5배로, 과거 밴드 0.5 ~ 1.4배에서 바닥에 위치해 있다. Old Business(정유/석화/윤활유) 호황에도 성장사업인 배터리 자회사 자금부담 때문이다. 2024년 SK온(배터리 자회사)의 Capex는 7.5조원인데, 보유현금 3.6조원으로, 4조원 외부자금이 필요하다. Pre IPO를 활용할 경우, SK온(주)에 대한 SK이노베이션(주) 지분율이 기존 90%에서 80%로 낮아질 수 있다. 이를 반영해, 목표주가를 24만원으로 낮춘다.(배터리 80% 가치 18조원 적용)



황규원 화확/정유  
kyuwon.hwang@yuantakorea.com  
박현주 Research Assistant  
hyunjoo.park@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 240,000원 (D)

현재주가 (2/26) 120,800원

상승여력 99%

시가총액 122,673억원

총발행주식수 96,984,016주

60일 평균 거래대금 499억원

60일 평균 거래량 392,108주

52주 고/저 212,534원 / 108,300원

외인자분율 22.04%

배당수익률 0.00%

주요주주 SK 외 13 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 4.3 (14.6) (20.8)

상대 (2.3) (19.5) (27.5)

절대 (달러환산) 4.7 (16.2) (22.4)

### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	175,665	-8.2	-10.1	183,423	-4.2
영업이익	2,291	-38.9	215.6	4,753	-51.8
세전계속사업이익	1,183	-24.3	흑전	2,909	-59.3
지배순이익	1,092	흑전	39.2	1,389	-21.4
영업이익률 (%)	1.3	-0.7 %pt	+0.9 %pt	2.6	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	0.6	흑전	+0.2 %pt	0.8	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	468,534	780,569	772,885	689,470
영업이익	17,417	39,173	19,039	17,499
지배순이익	2,921	15,690	4,165	11,886
PER	81.1	11.6	31.5	10.2
PBR	1.2	0.9	0.6	0.5
EV/EBITDA	11.1	6.7	9.8	10.0
ROE	1.8	8.5	2.0	5.1

자료: 유안타증권

표 1. SK 이노베이션주의 실적 추정치 : 2023 년 영업이익 1.9 조원 → [2023 년 4 분기 726 억원 → 2024 년 1 분기 2,291 억원(φ)] → 2024 년 예상 1.8 조원(ε)

										유가 급락 후 회복			정유 하락 시기			Covid 이후 정체마진회복			정유둔화		정유/PX 호황							
										증대형 배터리 출발			배터리 거래처 확보			배터리 MS 확대			배터리 흑전 시도									
										연간실적																		
										1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
생산 Capa																												
석유정제	(만배럴/일)	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5		
석유화학 PX	(만톤)	83	83	83	83	83	83	83	83	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330		
석유화학 PE	(만톤)	26	26	26	26	26	26	26	26	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102		
자원개발 원유등가물 생산량	(만배럴/일)	5.5	5.5	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.2	6.0	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.6	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0			
윤활기유	(만배럴/일)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	6.7	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1			
증대형전지	(GW)	22.4	22.4	22.4	22.4	29.9	37.4	37.4	37.4	0.8	0.9	1.0	2.9	4.7	20.3	34.7	69.7	89.4	142	184								
		미국 11.8GW				중국 10.0GW																						
분리막	(억㎡)	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	4.7	2.1	2.1	2.1	3.2	4.8	6.1	12.0	15.4	15.4	16.3	27.4								
주요제품 가격																												
휘발유(자동차 연료)	\$/배럴	95.4	89.7	99.9	91.2	94.0	90.0	86.0	80.0	69.5	56.3	67.8	81.4	69.5	44.9	78.5	111.2	94.0	87.5	80.0								
경유(자동차 및 산업 연료)	\$/배럴	105.6	92.1	113.6	104.8	104.0	98.0	91.0	86.0	64.8	52.4	66.0	85.5	77.5	48.4	76.3	131.0	104.0	94.8	93.5								
등유(항공유 등)	\$/배럴	107.0	91.5	112.9	107.2	103.0	97.0	90.0	87.0	64.8	52.7	64.7	85.3	77.2	44.7	75.1	126.8	104.6	94.3	92.5								
B/C유(선박 및 화학발전 연료)	\$/배럴	64.2	69.0	81.7	72.6	72.0	68.0	67.0	63.0	45.3	35.5	49.4	66.0	57.7	39.2	64.5	82.5	71.9	67.5	55.0								
나프타(석화 원료)	\$/배럴	73.8	63.0	69.0	70.6	74.0	70.0	69.0	65.0	52.4	42.6	53.7	67.3	57.0	40.3	70.8	83.1	69.1	69.5	52.0								
두바이유(원재료)	\$/배럴	79.0	78.0	86.7	83.8	82.0	78.0	74.0	70.0	51.9	40.3	52.8	69.9	63.1	42.2	68.9	97.1	81.9	78.0	70.0								
에틸렌(기초유)	\$/배럴	894	814	788	856	929	904	872	880	1,058	1,040	1,151	1,215	852	732	1,013	1,009	838	896	893								
PX(폴리에스터 원료)	\$/배럴	1,031	1,028	1,068	1,006	1,029	994	942	930	823	778	832	1,049	882	560	844	1,098	1,033	974	943								
부타디엔(합성고무 원료)	\$/배럴	1,173	898	914	1,052	1,189	1,194	1,142	960	861	1,082	1,486	1,414	1,053	711	1,014	1,109	1,009	1,121	1,043								
SM(IT 외장재 원료)	\$/배럴	1,115	1,024	1,056	1,000	1,089	1,044	1,042	1,010	1,098	1,024	1,221	1,301	979	733	1,160	1,209	1,064	1,046	993								
합성수지(포장재 등)	\$/배럴	1,026	958	954	965	1,004	1,014	982	980	1,174	1,218	1,262	1,217	992	926	1,225	1,167	976	985	903								
벤젠(IT외장재 원료)	\$/배럴	952	893	915	904	979	914	882	830	679	646	817	822	641	487	917	1,038	916	886	793								
자일렌(폴리에스터 원료)	\$/배럴	954	937	994	894	939	894	842	810	638	566	586	728	653	442	687	989	945	871	763								
프로필렌(자동차 부품 등 원료)	\$/배럴	935	818	797	836	859	884	852	840	788	713	880	1,038	882	801	1,013	1,002	846	859	763								
나프타(원재료)	\$/배럴	697	596	657	667	689	644	592	560	497	406	495	614	527	363	651	789	654	621	543								
윤활기유	\$/배럴	146	159	152	156	150	148	144	138	84	82	97	111	97	79	134	166	153	145	138								
배터리(파우치)	\$/톤	41,855	44,066	40,807	36,974	34,000	34,000	34,000	34,000				45,161	47,354	45,482	43,370	32,513	37,185	40,926	34,000	34,000							
양극재(원재료)	\$/톤	51,524	48,831	41,105	36,781	33,000	32,700	32,700	33,000				33,270	57,079	29,230	22,570	24,250	42,823	44,560	32,850	33,500							
인조흑연(원재료)	\$/톤	5,841	5,579	5,695	5,870	5,700	5,570	5,570	5,570				8,388	5,776	5,329	5,224	4,932	5,409	5,746	5,603	5,570							
분리막(원재료)	\$/톤	56,848	60,316	61,231	56,201	54,000	54,000	54,000	54,000				78,371	75,958	68,303	62,960	56,791	61,044	58,649	54,000	54,000							
환율	원/달러	1,277	1,316	1,313	1,322	1,310	1,280	1,260	1,240	1,134	1,161	1,131	1,100	1,165	1,180	1,144	1,292	1,307	1,273	1,200								
사업부문별 가격 및 스프레드																												
석기물정제마진(Datastream)		\$/배럴	8.2	4.0	9.7	5.0	8.5	7.5	6.7	6.4	7.6	6.1	7.1	5.9	3.7	0.4	3.5	10.8	6.7	7.3	6.5							
OSP(초정질 15%, 경질 25%, 중질 60%)		\$/배럴	4.4	2.6	3.0	3.6	1.1	1.5	1.5	1.0	-1.2	-2.0	-0.8	0.0	1.0	-0.5	1.5	4.6	3.4	1.3	1.0							
OSP 50% 반영후 석기물정제마진		\$/배럴	6.0	2.7	8.2	3.2	8.0	6.8	6.0	5.9	8.2	7.1	7.5	5.9	3.2	0.7	8.5	5.0	6.6	6.5								
석화마진(주변제품 가중평균 스코어)		\$/톤	312	371	338	295	313	325	333	343	335	389	398	398	377	223	270	294	329	328	331							
윤활기유 마진(윤활유-50%+B/C-0.5+등유)		\$/배럴	61	78	54	67	62	65	65	64	29	38	40	35	40	36	63	59	65	64	60							
배터리 스프레드		\$/톤	13,601	15,475	14,904	14,115	13,065	13,654	13,684	13,533	0	22,867	14,809	24,583	26,790	16,127	12,512	14,524	13,499	13,644								
(변동률, 전분기 대비)			0%	14%	-4%	-5%	-7%	5%	0%	-1%		-7%	-35%	66%	9%	-40%	-22%	16%	-1%	1%								
배터리 스프레드(스코어)		\$/톤	12,778	15,984	16,101	14,576	13,519	13,684	13,684	13,549	21,991	14,264	25,638	26,976	15,923	11,787	14,860	13,609	13,639									
배터리 원료조달 시차		\$/톤	-823	508	1,197	461	454	30	-45	-	1,168	-546	1,056	186	-203	-725	336	110	-5									
*배터리-45%+양극재-23%+인조흑연-8%+분리막																												
매출액		억 원	191,429	187,422	198,891	196,293	175,665	170,015	172,663	171,127	483,563	396,206	461,627	542,166	498,765	345,499	468,634	790,569	772,885	689,470	689,220							
정유사업	억 원	116,099	107,429	123,228	128,770	115,234	110,370	102,511	96,374	352,997	283,698	333,368	391,935	358,168	226,380	295,971	525,817	475,496	424,489	369,497								
석화사업	억 원	25,351	28,574	28,997	24,520	25,551	24,355	25,322	24,834	92,880	76,865	93,392	106,844	95,424	70,541	95,433	110,269	107,442	100,062	91,586								
윤활유사업	억 원	13,023	11,097	11,866	10,942	11,331	10,235	9,596	8,893	26,188	25,358	30,474	32,661	31,583	23,713	33,512	49,815	46,938	40,055	38,630								
E&P	억 원	3,285	2,488	2,389	3,100	3,009	2,893	2,709	2,551	6,286	5,305	6,358	7,550	6,687	4,448	8,817	15,255	11,262	11,192	11,557								
배터리사업	억 원	33,053	36,961	31,727	27,231	20,139	21,707	31,544	37,211				1,457	3,482	6,903	16,102	30,398	76,177	128,972	110,601	171,535							
분리막 등 기타	억 원	648	723	684	730	371	455	981	1,264						4,315	4,403	3,236	2,785	3,071	2,701								
영업이익		억 원	3,750	-1,068	15,631	726	2,291	3,278	6,008	5,324	19,796	32,283	32,218	21,032	12,693	-24,203	17,417	39,173	19,039	17,499	20,981							
원유제조경가률 영업이익(E)		%	5.925	-2.914	11.482	3.065	3.091	3.578	7.008	5.824	26.098	28.481	30.144	20.478	11.401	-18.434	8.729	24.304	17.558	19.299	21.981							
정유사업	억 원	2,748	-4,114	11,125	-1,632	2,478	3,476	2,220	489	12,845	19,333	15,021	7,132	4,50310</														

표 2. 글로벌 정유설비 순 증설 계획 : 2023년 198 만b/d → 2024년 104 만b/d로 크게 줄어듦(나이지리아 Dangote Refinery 65 만b/d 설비가 2024년 1월로 가동 지연)

지역 구분	2021년 (만b/d)	2022년 (만b/d)	2023년 (만b/d)	2024년 (만b/d)	2025년 (만b/d)	2026년 (만b/d)	2027년 (만b/d)
북미리카	Meridian Resources(미국) 5.0 Archlight Capital(북미와일랜드) 20.0	Petroperu(페루) 3.3 GCC(미국) 5.0	Exxon Mobil(Beaumont, 미국) 25.0 NLRC(캐나다) 3.5	Phillips66(미국, Rodeo) - 12.5 Phillips66(미국, Rodeo, 바이오정유) 5.0	Houston Reining(미국, 1Q) - 26.4		
소 계	25.0	- 16.4	28.5	26.5	- 26.4		-
유럽	Scrap - 45.3	Donges(프랑스) 22.2 Ukratnafta(우크라이나) - 20.1		Eni(이탈리아, Livorno) - 12.0	Shell(독일, Rheinland) - 14.7		
소 계	Scrap - 13.8	Scrap - 12.0					
동유럽	Omsk(러시아) 13.3	SOCAR(아제르바이잔) 3.0	Uzbekneftegaz(우즈베키스탄) 10.0	Yasky(러시아) 3.0			
소 계	13.3	10.0	10.0	3.0	-	-	-
북아프리카		Trinity Energy(남수단) 2.5 Shell/BP(남아공, Durban) - 17.2 natref Refinery(남아공) 10.8	Cape Town Refinery(남아공) 11.0	Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65.0		Sonatrach-Hassi Messoud(알제리) 10.0	
소 계	-	14.7	11.0	65.0	-	10.0	-
아시아	중국 Rongsheng Petrochemical(3Q) 20.0	Rongsheng Petrochemical(2분기) 20.0 Shenghong Petchem 32.0	Sinopec Hainan 10.0 Petrochina PDVSA-Jeyang(1H) 40.0 Hebei Xinhai 17.0		Nanshan Group(Yulong project) 40.0 Tangshan Risun(중국) 30.0	Huajin Aramco Petrochemical 30.0 CNP(Karamay) 10.0	Aramco/Sinopec Gulei 32.0
중국 소계	20.0	42.0	67.0	-	70.0	40.0	32.0
일본	JX-Energy(Osaka) - 11.5	Eneos(4Q) - 11.2	Eneos(4Q) - 11.9	Idemitsuyamaguchi, 1Q) - 12.0			
인도	BPL-Vishakhapatnam 15.0		Nagarjuna Oil 12.0		Indian Oil Barauni - 7.1 Indian Oil Barauni 13.1 Indian Oil-Koyali 8.1	Hindustan Petroleum(Rajasthan) 18.0 Numaligarh Refinery 10.0	Chennai Petroleum 16.9 Indian Oil(Panipat) 10.0
태국					Thai Oil 12.5		
말레이시아		Petronas (록빌후 재가동) 22.0					
인도네시아				Petamina-bulkpapan 10.0			Petamina/Rosneft 30.0
브루나이							
필리핀							
파키스탄		National Refinery 3.0					
몽골리아		Mongolsteek 3.0			MEIL 3.0		
호주		Callex-Lytton - 12.9					
중동	이란		NIOC-Abadan 20.0			NIOC-Siraf 6.0	
사우디아라비아	Aramco-Jizan 40.0						
이라크			Karbala Refinery(4Q) 14.0		South Refining Co. 6.5		South Refining Co. 10.0
오만		Sohar Bitumen Refinery 3.0	Oman Refinery(Duqm, 1Q) 23.0				
카타르				Bahrain Petroleum-sitra 22.5 Bahrain Petroleum-sitra -11.3			
바레인							
UAE							
소 계	40.0	44.0	77.5	11.2	6.5	6.0	10.0
글로벌 신규증설 합계	- 43	54	198	104	80	84	99
글로벌 수급							
글로벌 상압정제 capa(명목)	10,137	10,191	10,389	10,492	10,572	10,656	10,755
Capa 증감	- 43	54	198	104	80	84	99
러시아변수		- 565	250	30	100	185	
글로벌 상압정제 capa(유요)	10,137	9,626	10,074	10,207	10,387	10,656	10,755
글로벌 정제량	7,950	8,193	8,339	8,478	8,578	8,658	8,738
수요 증감	506	243	146	139	100	80	80
글로벌 설비 가동률(유요)	78.4%	85.1%	82.8%	83.1%	82.6%	81.3%	81.2%

자료 : 유안타증권 리서치센터

표 3. 2022~2024년 분기별 주요 글로벌 정유설비 증설 계획

분기	글로벌 주요 정유설비(상압정제설비) 증설			
	2021년	2022년	2023년	2024년
1분기	KPC Mina al-Ahmedi(쿠웨이트) -12.0만b/d	ZPC(중국) 20만b/d	Thai Oil(태국) 12.5만b/d Exxon Mobil(미국) 25만b/d CNPC/PDVSDA(중국) 40만b/d	BAPCO(바레인) 11.3만b/d Idemitsui(일본) -12.0만b/d Phillips66(미국) -12.5만b/d Phillips66(미국, 바이오정유) 5만b/d Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65만b/d
2분기	Aramco(사우디) 40만b/d Omsk(러시아) 13.3만b/d BP Kwinana(호주) -14.6만b/d	Donges(프랑스) 22.2만b/d	KPC Al-zour(쿠웨이트) 61.5만b/d Karbala(이라크) 14만b/d Abadan(이란) 23만b/d	Pemex(멕시코) 34만b/d
3분기	ZPC(중국) 20만b/d Ampol(호주) -10.9만b/d Shell Pulau Bukom(싱가폴) -20만b/d	Petronas(말레이시아) 22만b/d(재가동) HPCL(인도) 12.5만b/d 중국 local -10만b/d Abadan(이란) -23.5만b/d	Hebei(중국) 16만b/d	
4분기	중국 Local -19.6만b/d	Shenghong(중국) 32만b/d ENEOS(일본) -11.2만b/d	Sinopec Hainan(중국) 10만b/d ENEOS(일본) -11.9만b/d Al-Duqm(오만) 23만b/d	Petamina(인도네시아) 10만b/d

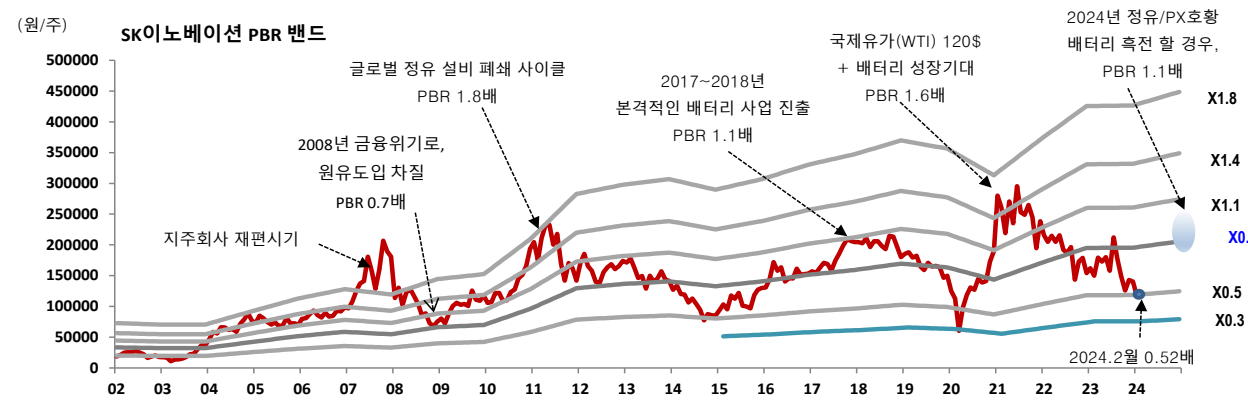
자료 : 언론발표, 유안타증권 리서치센터

표 4. Sum-of-the-parts 로 계산된 SK 이노베이션(주) 적정 주가 : 보수적 10만원, 중립적 14만원, 낙관적 24만원(하향)

	기준일 (2024.2월)	주요 내역								
(+) 영업자산가치 (억원)	419,629	사업 부문	지분율	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	(참고)	할인율	적정사업가치(억원)
(낙관적가치 기준)		▶정유부문	100%	11,887	3,051		14,938	7.5 ← 호황사이클로 전환(기존 평균)	20%	89,630
보수적(SDI별류+지주사할인)→	282,327	▶석화부문	100%	8,595	1,548		10,143	6.5 ← 평균사이클로 전환(기존 약세)	20%	52,745
중립(지주사할인 적용)→	319,293	▶윤활유부문	60%	5,544	818		6,362	11.5 ← 호황사이클 반영	20%	35,118
낙관적(지주사할인 해소)→	419,629	▶자원개발부	100%	4,474			4,474	8.6 매정량 3.8억배럴 x 배럴당 8.5\$	20%	30,901
		▶배터리	80%	1,345	10,096		11,441	25.0 ← 2023~2024년 SDI와 CATL 평균	20%	183,054
		▶분리막	61%	706	1,597		2,302	25.0	20%	28,181
		(배터리+분리막 합산)	중립 평가	2,050	11,693		13,743	21.0 중립(지주사할인 적용)→	50%	110,898
			가장 보수적	2,050	11,693		13,743	14.0 보수적(SDI별류+지주사할인)→	50%	73,932
			가장 낙관적	2,050	11,693		13,743	27.0 낙관적(지주사할인 해소)→	20%	228,133
		사업가치 합산	중립 평가					중립(지주사할인 적용)→		319,293
			가장 보수적					보수적(SDI별류+지주사할인)→		282,327
			가장 낙관적					낙관적(지주사할인 해소)→		419,629
(+) 투자자산가치 (억원)	23,934	투자자산 구성	지분율	순자산(2023년 6월)	PBR(배)	적정가치(억원)			비 고	
		Sinopec SK 우한	35%	9,419	0.5				4,710 중국 NCC업체	
		대한송유관공사	41%	3,208	0.5				1,604 국내 원유수송	
		전력비축유		677만배럴	배럴당 85\$				6,790	
		기타		21,661	0.5				10,831	
		합 계							23,934	
(-) 순차입금 (억원)	203,086									
현금성 자산	133,932	SK온(주) 배터리 보유현금 3.4조원								
(-) 총차입금	297,887	SK온(주) 배터리 차입금 14조원								
(-) 탄소배출부담	37,258	연간배출량(톤)	탄소가격(\$/톤)	환율	연간 사회적부담액	WACC	현재가치 환산액			
		11,177,366	20	1250	2,794	7.50%	37,258			
보통주 주주가치(A, 억원)	240,478									
[시나리오별 주가]										
보수적(SDI별류+지주사할인)→	103,176									
중립(지주사할인 적용)→	140,142									
낙관적(지주사 할인 축소)→	240,478									
발행주식수(B, 주)	100,655,564	총발행주식수 92,465,564주 + 2023년 유상증자 8,190,000주								
보통주 1주당 가치(원/주)	240,000	주목표주가 변경(기존 29만원 → 24만원) : ① 2024년 SK온(배터리) 지분율 하락 90% → 80%    ② SK온(주) Capex 7.5조원으로 인해, 차입금 부담 규모 확대 10조원 → 14조원								
[시나리오별 주가]										
보수적(SDI별류+지주사할인)→	100,000									
중립(지주사할인 적용)→	140,000									
낙관적(지주사 할인 축소)→	240,000									

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. SK 이노베이션(주)의 PBR 밴드 (0.5~1.4 배 등락): 2024년 정유/PX/윤활유 호조 반영 0.8 배 → 배터리 회복 경우 1.1 배



자료: 유안타증권 리서치센터

## SK 이노베이션 (096770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	468,534	780,569	772,885	689,470	689,220
매출원가	426,721	710,297	720,578	635,745	632,019
매출총이익	41,813	70,272	52,307	53,725	57,201
판매비	24,396	31,099	37,037	36,226	36,220
영업이익	17,417	39,173	19,039	17,499	20,981
EBITDA	32,554	57,105	35,373	39,657	44,703
영업외손익	-9,232	-10,572	-9,802	-4,590	-6,679
외환관련손익	-1,819	-2,559	-1,035	1,005	1,303
이자손익	-3,389	-4,404	-7,606	-8,280	-10,198
관계기업관련손익	4,368	23	-696	708	806
기타	-8,392	-3,632	-465	1,977	1,410
법인세비용차감전순손익	8,185	28,602	5,468	12,910	14,302
법인세비용	3,737	9,650	3,774	3,066	3,397
계속사업순손익	4,448	18,952	5,463	9,844	10,905
중단사업순손익	437	0	0	0	0
당기순이익	4,885	18,952	5,463	9,844	10,905
지배지분순이익	2,921	15,690	4,165	11,886	11,760
포괄순이익	11,568	20,659	13,775	9,844	10,905
지배지분포괄이익	9,382	18,034	10,750	11,886	11,760

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-4,955	4,066	62,027	29,682	16,516
당기순이익	4,885	18,952	5,463	9,844	10,905
감가상각비	14,083	16,163	18,164	20,441	22,170
외환손익	962	-3,765	-482	-1,005	-1,303
중속, 관계기업관련손익	-4,368	-23	696	-708	-806
자산부채의 증감	-25,855	-42,704	43,626	7,520	-5,957
기타현금흐름	5,338	15,442	-5,440	-6,409	-8,494
투자활동 현금흐름	-41,107	-51,233	-78,947	-81,408	-71,507
투자자산	2,596	-7,098	3,983	-398	-809
유형자산 증가 (CAPEX)	-31,752	-67,766	-81,000	-90,000	-72,000
유형자산 감소	9,025	670	105	0	0
기타현금흐름	-20,975	22,961	-2,035	8,991	1,303
재무활동 현금흐름	50,297	105,072	67,810	18,449	41,191
단기차입금	-6,705	67,096	-1,409	-1,550	1,192
사채 및 장기차입금	33,528	31,515	32,419	20,000	40,000
자본	17,557	5,004	22,423	0	0
현금배당	-252	-2,172	-3,055	-1	-1
기타현금흐름	6,170	3,628	17,432	0	0
연결범위변동 등 기타	597	2,649	-6,197	-3,827	12,900
현금의 증감	4,832	60,553	44,694	-37,102	-899
기초 현금	29,407	34,238	94,791	139,485	102,382
기말 현금	34,238	94,791	139,485	102,382	101,483
NOPLAT	17,417	39,173	15,270	17,499	20,981
FCF	-36,707	-63,700	-18,973	-60,318	-55,484

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

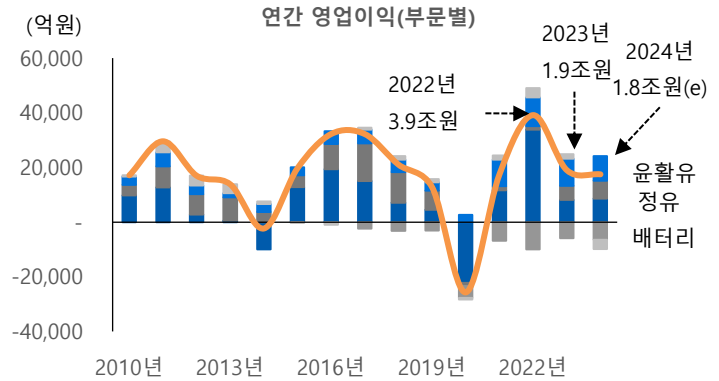
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	214,817	319,667	363,635	307,085	305,862
현금및현금성자산	34,238	94,791	139,485	102,382	101,483
매출채권 및 기타채권	51,303	80,952	83,260	79,822	82,531
재고자산	78,491	118,577	115,036	107,011	103,979
비유동자산	280,633	352,522	434,503	502,744	551,832
유형자산	193,375	251,106	326,897	396,456	446,286
관계기업 등 지분관련자산	42,841	47,717	52,560	53,268	54,073
기타투자자산	6,455	7,463	7,760	7,451	7,454
자산총계	495,449	672,189	798,139	809,829	857,695
유동부채	145,124	275,572	299,265	265,982	275,419
매입채무 및 기타채무	113,241	144,107	180,056	166,252	161,990
단기차입금	8,641	75,586	74,169	72,665	73,857
유동성장기부채	18,308	48,396	37,402	20,373	32,870
비유동부채	154,118	164,194	207,915	243,045	270,570
장기차입금	33,058	49,840	75,484	93,709	135,561
사채	101,060	84,197	100,056	118,861	104,512
부채총계	299,242	439,766	507,180	509,027	545,989
지배지분	173,109	196,516	228,570	240,456	252,215
자본금	4,686	4,686	5,095	5,095	5,095
자본잉여금	76,976	81,980	103,993	103,993	103,993
이익잉여금	101,987	115,797	114,531	126,417	138,176
비지배지분	23,098	35,907	62,388	60,346	59,491
자본총계	196,207	232,423	290,959	300,802	311,706
순차입금	100,041	161,897	148,188	211,726	253,817
총차입금	174,884	273,495	304,505	322,955	364,147

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,081	16,553	4,318	11,808	11,683
BPS	201,007	224,391	236,953	249,274	261,464
EBITDAPS	33,900	59,465	36,211	38,916	43,867
SPS	487,901	812,834	791,194	676,588	676,343
DPS	0	0	0	0	0
PER	81.1	11.6	31.5	10.2	10.3
PBR	1.2	0.9	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.1	6.7	9.8	10.0	9.8
PSR	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	35.6	66.6	-1.0	-10.8	0.0
영업이익 증가율 (%)	흑전	124.9	-61.0	14.6	19.9
지배순이익 증가율 (%)	흑전	437.2	-73.5	185.4	-1.1
매출총이익률 (%)	8.9	9.0	6.8	7.8	8.3
영업이익률 (%)	3.7	5.0	2.0	2.5	3.0
지배순이익률 (%)	0.6	2.0	0.5	1.7	1.7
EBITDA 마진 (%)	6.9	7.3	4.6	5.8	6.5
ROIC	4.4	9.2	0.9	3.0	3.4
ROA	0.7	2.7	0.6	1.5	1.4
ROE	1.8	8.5	2.0	5.1	4.8
부채비율 (%)	152.5	189.2	174.3	169.2	175.2
순차입금/자기자본 (%)	57.8	82.4	64.8	88.1	100.6
영업이익/금융비용 (배)	4.4	6.1	1.3	1.5	1.6

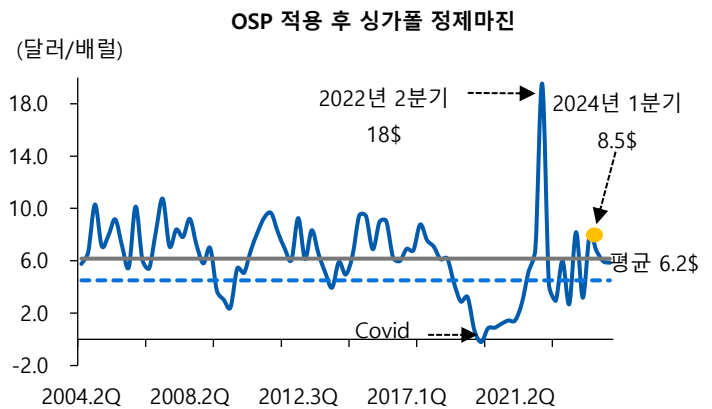
## Key Chart

**연간 영업이익 전망 : 2022년 3.9조원, 2023년 1.9조원, 2024년 1.8조원(e), 2025년 2.1조원(e)**



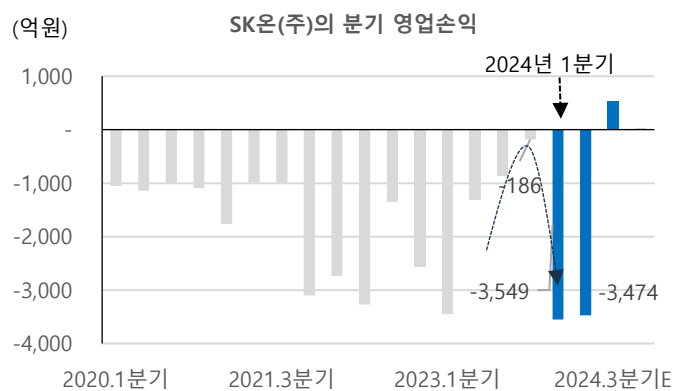
자료: 유안타증권 리서치센터

**싱가폴 정제마진 전망 : 2022년 10.8\$, 2023년 6.7\$, 2024년 예상 7.3\$[1분기 8.5\$]**



자료: 유안타증권 리서치센터

**SK온(배터리) 예상 영업손익 : 2022년 △9,912억원, 2023년 △5,809억원, 2024년 예상 △6,459억원[상반기 △7,023억원(e), 하반기 564억원(e)]**



자료: 유안타증권 리서치센터

## 유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	8위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+9점
E (Environment)	+2점
S (Social)	+3점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+3점

ESG 평가 기업	SK 이노베이션
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	096770 KS
Industry	정유/화학
Analyst	황규원
Analyst Contact	kyuwon.hwang@yuantakorea.com

## ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
SK 이노베이션	2	3	1	6
LG 화학	2	1	-1	2
SK 아이이테크놀로지	4	3	-1	6
롯데케미칼	2	1	-1	2
SKC	-4	3	3	2
S-Oil	-3	1	1	-1
한화솔루션	2	-1	-1	0
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 SK 이노베이션 포함 73 개 동종 업종 ESG 점수 반영

## ESG Qualitative 평가 점수

+4	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	S&P: DJSI Asia Pacific 5년 연속 편입, 한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A+
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 AA
+1	한국경영인인증원(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
-1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	SK 배터리 물적분할 논란 이후, 주주가치 제고 노력에 부진함
	LG와의 소송패소, SK 온 물적분할 등을 결정한 CEO 능력에 대한 의문이 남아 있음
	친환경 플라스틱 등 새로운 기술개발 진행은 긍정적임

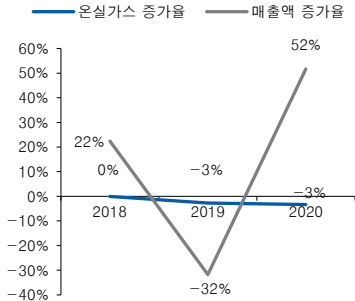
## 유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

## Environment



### 온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

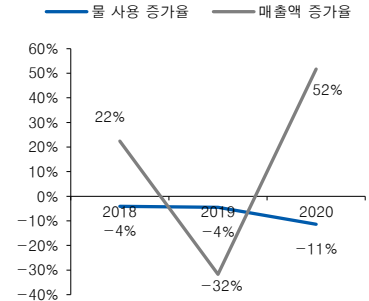


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준  
 ▶ 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

### 신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

### 물 사용량 vs. 매출액 증가율

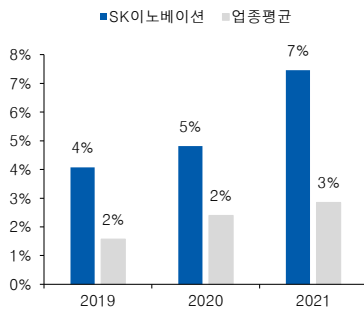


주: 국내 취수량 기준  
 ▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

## Social

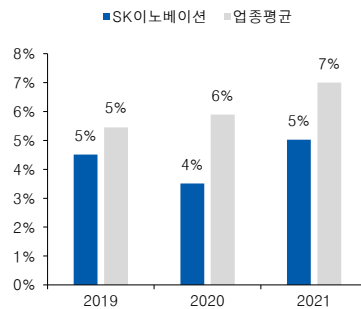


### 여성임원비율 vs. 업종 평균



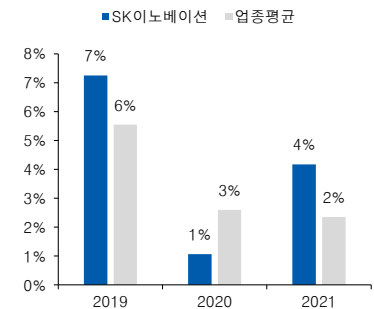
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영  
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

### 계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영  
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

### 사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

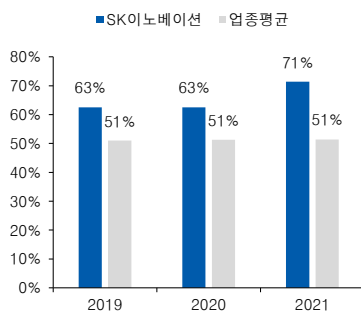


주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영  
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 상위 = +1점

## Governance

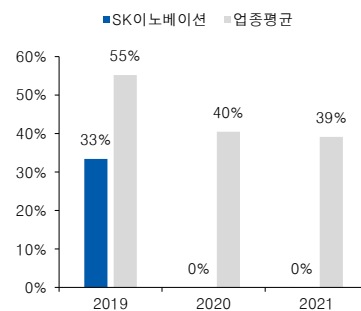


### 사외이사 비율 vs. 업종 평균



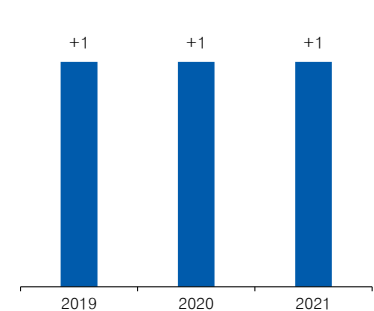
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영  
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

### 배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영  
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

### 대표이사의 이사회 의장 겸직 여부

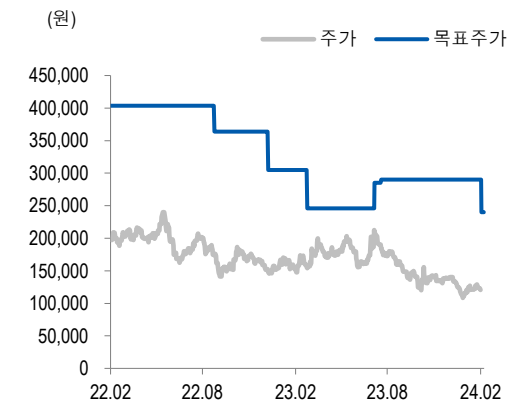


주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1  
 ▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터



## SK 이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-02-27	BUY	240,000	1년		
2023-08-14	BUY	290,000	1년	-51.36	-37.93
2023-08-01	BUY	285,346	1년	-31.61	-27.63
2023-03-21	BUY	245,988	1년	-27.62	-13.60
2023-01-03	BUY	305,025	1년	-47.85	-42.97
2022-09-19	BUY	364,062	1년	-54.94	-48.78
2022-09-01	BUY	403,420	1년	-54.66	-53.05
2022-09-01	BUY	364,062	1년	-50.95	-50.95
2021-11-05	BUY	403,420	1년	-48.66	-33.66

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 × 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	
Buy(매수)	
Hold(중립)	
Sell(비중축소)	
합계	100.0

주: 기준일 2024-02-27

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **황규원**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.