

Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 236,000원

현재가 (3/29) 164,500원

KOSPI (3/29)	2,443.92pt
시가총액	15,337십억원
발행주식수	93,714천주
액면가	5,000원
52주 최고가	244,000원
최저가	143,500원
60일 일평균거래대금	98십억원
외국인 지분율	24.2%
배당수익률 (2023F)	0.0%

주주구성	
SK 외 35 인	33.79%
국민연금공단	8.31%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	8%	0%	-12%
절대기준	10%	13%	-21%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	236,000	236,000	-
EPS(23)	5,892	5,892	-
EPS(24)	11,905	11,905	-

SK이노베이션 주가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

SK이노베이션 (096770)

올해가 배터리 저평가 해소의 원년이 될 것이다

올해 하반기로 갈수록 수출 정상화 가속 전망

SK이노베이션 배터리 플랜트 수출에 대한 시장의 의문이 여전히 존재한다. 수출 문제는 주로 급격히 성장하는 전방 시장에 대응한 동사의 공격적이고 동시다발적 투자 확대에 기인한 것으로 보인다. 또한 완전 고용 상태인 헝가리/미국에서 인력 조달 문제가 발생한 점도 수출 문제에 영향을 주었다. 하지만 Panasonic 2170, LG에너지솔루션 폴란드 플랜트의 사례를 고려할 경우, Top-Tier 업체 또한 신규 라인이 정상 수출에 도달하기까지 2~3년의 시간이 필요했다. 동사만의 문제는 아닌 것으로 판단된다. 또한 최근 배터리 업계의 수출 안정화 기간이 점차 단축되고 있으며, 동사의 신증설 플랜트도 학습 효과 및 인력 조달 정상화로 올해 하반기로 갈수록 기존 헝가리 1공장, 중국 옌청 1공장처럼 수출 정상화가 가속화될 전망이다.

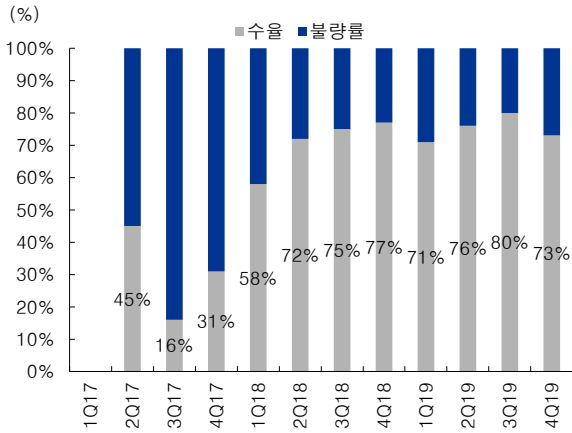
배터리 가치를 본격적으로 반영할 필요가 있다

동사 배터리 가치를 본격적으로 반영할 필요가 있다. 기존 사업부문(석유/화학/유회/석유개발)과의 매출액/영업이익 겹은 여전히 존재할 것으로 예상되나, Capex 계획을 고려 시 올해가 배터리/소재부문의 자산이 기존 자산을 역전하는 원년이 될 것으로 판단되기 때문이다. 참고로 과거 LG화학/한화솔루션도 자산 비중 역전 후 태양광/배터리 등 비화학부문의 가치평가가 본격적으로 반영되기 시작하였다. 한편 동사의 시가총액은 15.3조원이다. 화학/정유/유회의 가치를 이익 규모가 작은 경쟁사와 같다고 가정하고 SKIET의 시가총액을 감안하면, 배터리의 가치는 약 1.4조원으로 평가되고 있다. 동사의 배터리 생산능력이 LG에너지솔루션의 40%를 유지하는 점을 고려하면, 과도한 저평가 상태로 보인다. 흑자가 가시화되면 가치 차이는 큰 폭으로 축소될 가능성이 크다. 한편 동사는 내년/내후년에 기존 대비 3~4배가 큰 30~40GWh 플랜트를 가동한다. 30~40GWh의 플랜트는 기존 대비 단위당 간접비/감가/인건비 측면에서 20% 이상의 감소 효과가 전망되는 점도 향후 실적 개선에 긍정적일 전망이다. 또한 시총 대비 IRA 혜택이 가장 큰 점도 고려해야 할 시점이다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	46,853	78,057	72,787	70,700	77,769
영업이익	1,742	3,917	1,306	2,369	3,299
세전이익	818	2,860	787	1,589	2,559
지배주주순이익	292	1,569	552	1,116	1,796
EPS(원)	3,117	16,743	5,892	11,905	19,167
증가율(%)	-113.4	437.2	-64.8	102.1	61.0
영업이익률(%)	3.7	5.0	1.8	3.4	4.2
순이익률(%)	1.0	2.4	0.8	1.8	2.6
ROE(%)	1.8	8.5	2.8	5.4	8.1
PER	76.5	9.2	27.9	13.8	8.6
PBR	1.3	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.6	6.0	11.7	8.6	7.4

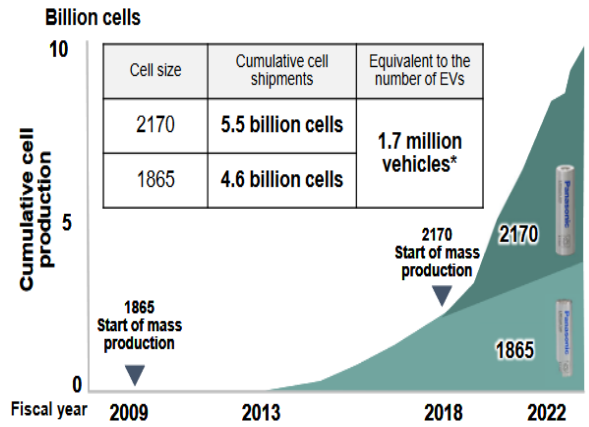
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. Panasonic 2170 배터리 초기 수출 추이



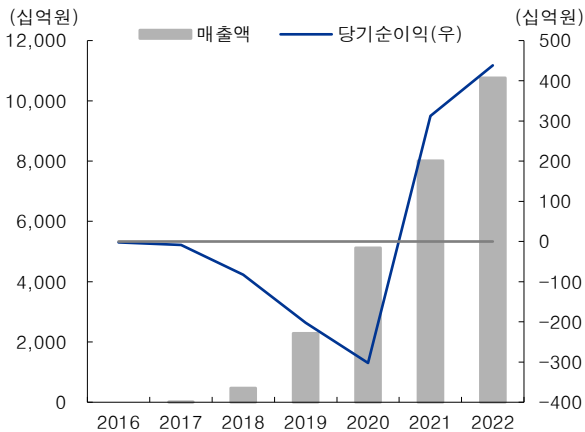
자료: Panasonic, Tesla, IBK투자증권

그림 2. Panasonic 누적 배터리 출하량 추이



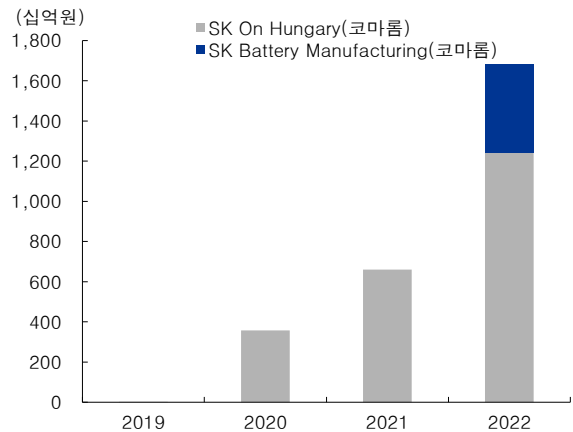
자료: Panasonic, IBK투자증권

그림 3. LG에너지솔루션 폴란드 공장 실적 추이



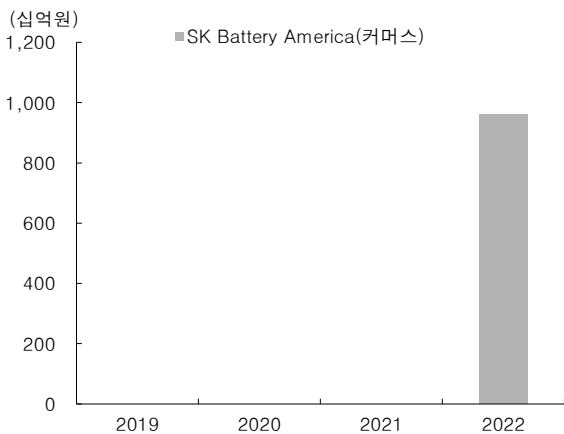
자료: LG화학, LG에너지솔루션, IBK투자증권

그림 4. SK온 헝가리 법인 매출액 추이



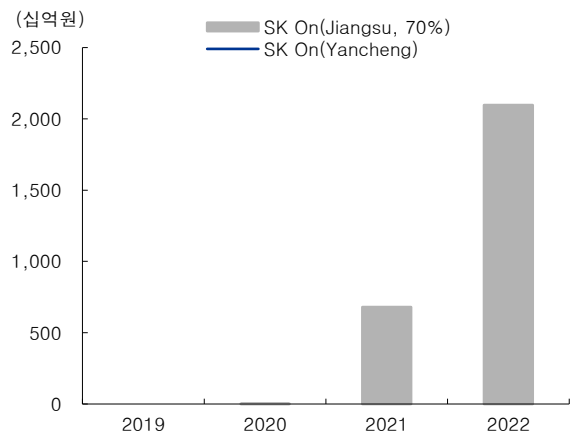
자료: SK이노베이션, SK온, IBK투자증권

그림 5. SK온 미국 법인 매출액 추이



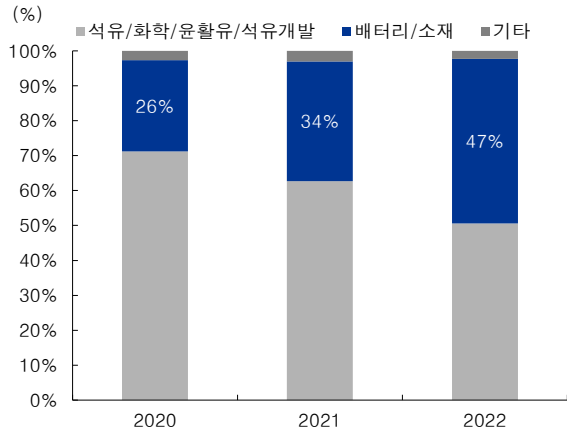
자료: SK이노베이션, SK온, IBK투자증권

그림 6. SK온 중국 법인 매출액 추이(공동/관계기업 제외)



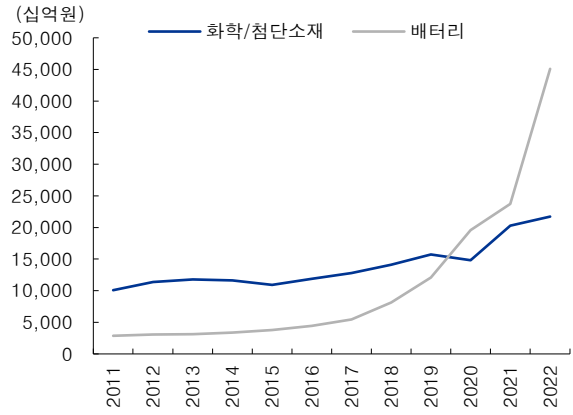
자료: SK이노베이션, SK온, IBK투자증권

그림 7. SK이노베이션 부문별 비동자산 비중 추이



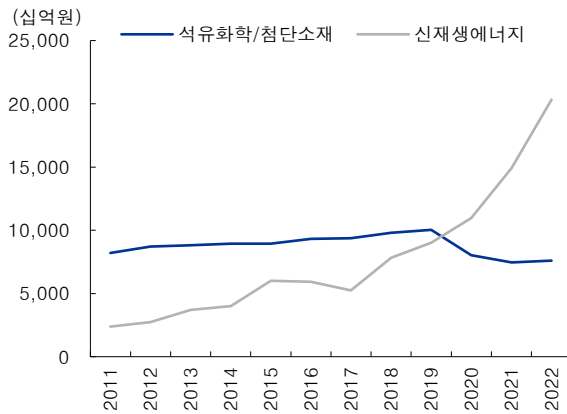
자료: SK이노베이션, SK온, SK아이이테크놀로지, IBK투자증권

그림 8. LG화학 화학/첨단소재와 배터리 자산 추이



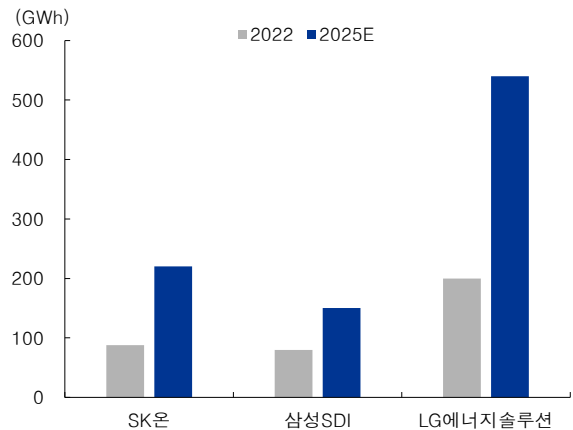
자료: LG화학, IBK투자증권

그림 9. 한화솔루션 화학/첨단소재와 신재생에너지 자산 추이



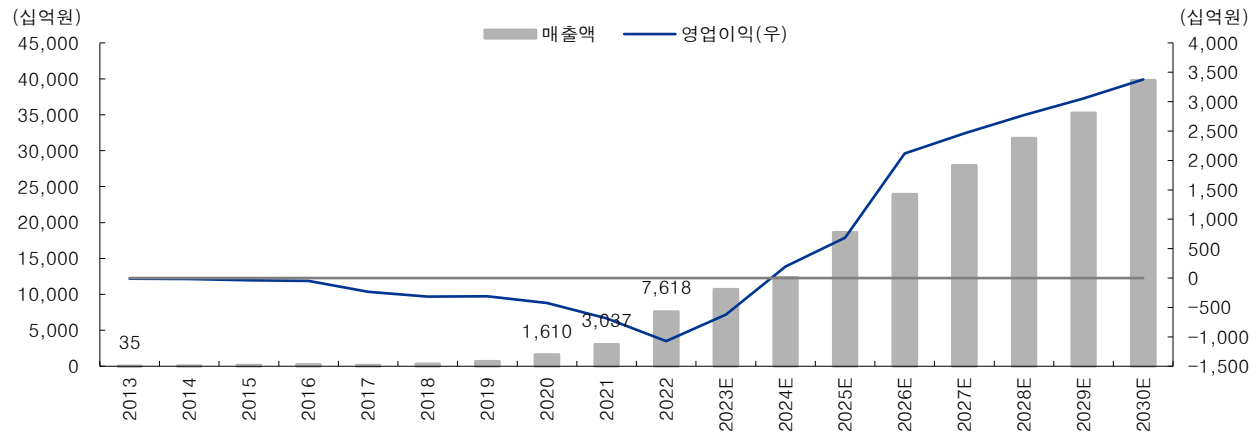
자료: 한화솔루션, IBK투자증권

그림 10. 국내 배터리 업체 생산능력 비교



자료: 각사, IBK투자증권

그림 11. SK온 실적 추이/전망



자료: SK이노베이션, IBK투자증권

SK이노베이션 (096770)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	46,853	78,057	72,787	70,700	77,769
증가율(%)	35.6	66.6	-6.8	-2.9	10.0
매출원가	42,672	71,030	68,706	65,667	71,549
매출총이익	4,181	7,027	4,081	5,033	6,220
매출총이익률 (%)	8.9	9.0	5.6	7.1	8.0
판매비	2,440	3,110	2,774	2,664	2,921
판매비율(%)	5.2	4.0	3.8	3.8	3.8
영업이익	1,742	3,917	1,306	2,369	3,299
증가율(%)	-172.0	124.9	-66.7	81.3	39.3
영업이익률(%)	3.7	5.0	1.8	3.4	4.2
순금융손익	-741	-1,010	-540	-879	-940
이자손익	-339	-440	-660	-849	-970
기타	-402	-570	120	-30	30
기타영업외손익	-619	-50	0	0	0
종속/관계기업손익	437	2	20	100	200
세전이익	818	2,860	787	1,589	2,559
법인세	374	965	173	350	563
법인세율	45.7	33.7	22.0	22.0	22.0
계속사업이익	445	1,895	613	1,240	1,996
중단사업손익	44	0	0	0	0
당기순이익	489	1,895	613	1,240	1,996
증가율(%)	-122.8	288.0	-67.6	102.1	61.0
당기순이익률 (%)	1.0	2.4	0.8	1.8	2.6
지배주주당기순이익	292	1,569	552	1,116	1,796
기타포괄이익	668	171	0	0	0
총포괄이익	1,157	2,066	613	1,240	1,996
EBITDA	3,255	5,710	3,595	5,246	6,659
증가율(%)	-409.1	75.4	-37.0	45.9	26.9
EBITDA마진율(%)	6.9	7.3	4.9	7.4	8.6

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,117	16,743	5,892	11,905	19,167
BPS	184,720	209,698	215,589	227,494	246,429
DPS	0	0	0	250	250
밸류에이션(배)					
PER	76.5	9.2	27.9	13.8	8.6
PBR	1.3	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.6	6.0	11.7	8.6	7.4
성장성지표(%)					
매출증가율	35.6	66.6	-6.8	-2.9	10.0
EPS증가율	-113.4	437.2	-64.8	102.1	61.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2
ROE	1.8	8.5	2.8	5.4	8.1
ROA	1.1	3.2	0.9	1.7	2.5
ROIC	2.3	6.7	1.7	2.9	4.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	152.5	189.2	200.1	199.3	209.0
순차입금 비율(%)	51.2	69.8	97.0	103.5	110.1
이자보상배율(배)	4.4	6.1	1.3	2.1	2.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.9	14.8	11.6	11.5	11.9
재고자산회전율	8.0	7.9	6.2	6.1	6.3
총자산회전율	1.1	1.3	1.0	1.0	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	21,482	31,967	28,777	28,111	31,441
현금및현금성자산	3,424	9,479	6,503	6,337	6,564
유가증권	3,987	1,460	1,446	1,414	1,615
매출채권	4,249	6,279	6,219	6,079	6,946
재고자산	7,849	11,858	11,745	11,481	13,118
비유동자산	28,063	35,252	42,824	46,988	52,194
유형자산	19,337	25,111	33,054	37,379	42,194
무형자산	1,907	2,078	1,846	1,644	1,469
투자자산	4,930	5,518	5,536	5,630	5,864
자산총계	49,545	67,219	71,601	75,098	83,635
유동부채	14,512	27,557	27,342	26,836	29,971
매입채무및기타채무	5,661	9,146	9,060	8,856	10,118
단기차입금	864	7,559	7,487	7,319	8,362
유동성장기부채	1,831	4,840	4,840	4,840	4,840
비유동부채	15,412	16,419	20,404	23,167	26,595
사채	10,106	8,420	12,420	15,220	18,420
장기차입금	3,306	4,984	4,984	4,984	4,984
부채총계	29,924	43,977	47,745	50,003	56,566
지배주주지분	17,311	19,652	20,204	21,319	23,094
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	7,698	8,198	8,198	8,198	8,198
자본조정등	-1,555	-1,323	-1,323	-1,323	-1,323
기타포괄이익누계액	501	728	728	728	728
이익잉여금	10,199	11,580	12,132	13,247	15,022
비지배주주지분	2,310	3,591	3,652	3,776	3,976
자본총계	19,621	23,242	23,856	25,095	27,069
비이자부채	12,464	16,808	16,648	16,274	18,594
총차입금	17,460	27,169	31,097	33,729	37,972
순차입금	10,049	16,229	23,147	25,978	29,792

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-495	407	2,844	4,239	3,933
당기순이익	489	1,895	613	1,240	1,996
비현금성 비용 및 수익	2,012	3,867	2,808	3,656	4,100
유형자산감가상각비	1,408	1,616	2,056	2,675	3,185
무형자산상각비	105	177	232	202	175
운전자본변동	-2,585	-4,270	82	193	-1,193
매출채권등의 감소	-1,610	-1,737	60	140	-866
재고자산의 감소	-4,126	-4,315	112	264	-1,636
매입채무등의 증가	4,071	5,245	-87	-204	1,262
기타 영업현금흐름	-411	-1,085	-659	-850	-970
투자활동 현금흐름	-4,111	-5,123	-9,679	-6,875	-8,931
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,175	-6,777	-10,000	-7,000	-8,000
유형자산의 감소	902	67	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-78	-288	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1,774	1,810	137	5	-34
기타	14	65	184	120	-897
재무활동 현금흐름	5,030	10,507	3,859	2,470	5,225
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	5030	10507	3859	2470	5225
기타 및 조정	59	264	0	0	0
현금의 증가	483	6,055	-2,976	-166	227
기초현금	2,941	3,424	9,479	6,503	6,337
기말현금	3,424	9,479	6,503	6,337	6,564

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2022.01.01~2022.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	150	95.5
중립	7	4.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

