

2023. 7. 31



▲ 이차전지/석유화학

Analyst **노우호**  
02. 6454-4867  
wooho.rho@meritz.co.kr

**Buy**

적정주가 (12개월) **250,000 원**

현재주가 (7.28) **189,500 원**

상승여력 **31.9%**

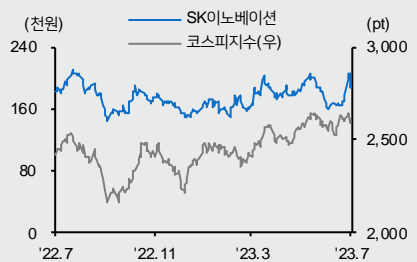
KOSPI	2,608.32pt
시가총액	175,222억원
발행주식수	9,247만주
유동주식비율	59.17%
외국인비중	23.96%
52주 최고/최저가	210,500원/143,500원
평균거래대금	1,541.8억원

주요주주(%)

SK 외 36 인	34.94
국민연금공단	8.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.9	11.8	4.1
상대주가	15.9	6.5	-2.8

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	46,853.4	1,741.7	292.1	3,158	흑전	184,720	75.5	1.3	10.6	1.8	152.5
2022	78,056.9	3,917.3	1,569.0	16,968	288.0	209,698	9.1	0.7	6.0	8.5	189.2
2023E	73,002.1	1,380.4	177.7	1,921	-79.2	217,990	98.7	0.9	11.7	0.9	195.9
2024E	83,142.4	3,263.9	1,640.3	17,739	344.0	235,493	10.7	0.8	9.5	7.7	212.5
2025E	98,010.6	4,451.5	2,276.0	24,614	38.8	259,778	7.7	0.7	8.1	9.8	218.3

# SK이노베이션 096770

## 2H23 SK On 의 펀더멘털 검증의 시간

- ✓ 2Q23 영업적자 -1,068억원으로 시장 예상치를 다소 하회한 실적
- ✓ 23.7월부 국제유가 상승, 정제마진 개선으로 기존 Carbon부문 추정치 상향 중, 단, 이들의 실적 개선이 기업가치와 주가 Re-rating 요인은 아닐 점
- ✓ 결국 SK On의 펀더멘털이 핵심. 사측은 기존의 가이드언스를 유지했으나 주요 고객사 Ford의 EV 가이드언스 하향에 따른 SK On의 외형성장 가시성은 검증 필요
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가는 기존 29만원에서 25만원으로 하향 제시

### 2Q23 Review: 재고손실 영향에 적자전환, SK On 매출액 +12% QoQ ↑

동사는 정유부문 부진으로 2개 분기만에 영업적자 -1,068억원을 시현했다. 당분기 영업실적 Highlight는 (1) SK On: 매출액 3,6조원(+12% QoQ), AMPC를 합산 반영 (1,670억원), 생산Site별 양산수율 개선 흐름에 영업적자폭 다소 개선, (2) 석유: 유가 (-14% QoQ)와 정제마진(-49% QoQ) 하락으로 영업적자 -4,112억원을 기록하며 적자폭이 확대되었다. 차분기 영업이익은 4,297억원의 흑자전환을 예상, 이는 21.7월 이후 전방 수요 반등 기조에 유가/정제마진 상승전환(각각 +14%, +161%)하며 석유 부문 흑자전환을 견인, SK On은 AMPC 1,020억원을 인식하며 영업적자 -689억원으로 개선될 전망이다.

### 기업가치 핵심은 SK On. 정유부문 실적개선과 기업가치 상향 거리가 멀어

동사의 기업가치/주가 변동 핵심은 배터리 사업 자회사 SK On이다. 동사에게 Carbon부문(정유/화학/윤활유/석유개발)의 이익 기여도가 여전히 높은 편이다. 단, 동사가 제시한 중장기 Carbon to Green 주제를 감안하면 해당 사업부의 수익성 개선이 동사에게 적용가능한 Multiple 상향과 거리가 멀어보인다. 국내 배터리 셀 경쟁기업 대비 SK On은 펀더멘털 검증이 필요하다는 기존 의견을 유지한다. 이는 (1) 전방 자동차 기업들의 수요 부진, (2) 주력 고객사 Ford의 EV 판매량 가이드언스 달성 시점 지연(24년으로 60만대 달성 시점 제시, 200만대 판매목표 시점 미정), (3) 또한 경쟁업체와 동일하게 판매단가 하락 기조가 예상되는 점이다.

### 자회사의 성장성에 투자 의견 Buy는 유지하지만, 적정주가는 하향 제시

동사에 대한 의견 상향 변수는 (1) SK On 시장 지배력, (2) SK이노베이션의 재무구조 개선 가시성이다. 동종 정유업종 경쟁기업 대비 자회사 성장성에 Buy 의견 유지한다. 단, 해당 자회사들의 적용 가치 변화에 적정주가는 25만원으로 하향한다.

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	18,727.2	19,905.3	-5.9	19,142.9	-2.2	18,446.4	1.5	18,640.9	0.5
영업이익	-106.8	2,329.2	적전	375.0	적전	136.2	적전	455.7	적전
세전이익	-257.9	2,010.1	적전	156.3	적전	5.7	적전	301.1	적전
순이익(지배주주)	-222.1	1,276.1	적전	-131.1	적자확대	-36.8	적자확대	172.0	적전
영업이익률(%)	-0.6	11.7		2.0		0.7		2.4	
순이익률(%)	-1.2	6.4		-0.7		-0.2		0.9	

자료: SK이노베이션, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>19,142.9</b>	<b>18,727.2</b>	<b>17,246.9</b>	<b>17,885.2</b>	<b>20,328.2</b>	<b>21,472.3</b>	<b>20,214.6</b>	<b>21,127.3</b>	<b>73,002.1</b>	<b>83,142.4</b>	<b>98,010.6</b>
석유	11,606.9	10,742.9	9,892.0	10,196.1	12,381.4	12,877.9	10,968.4	11,398.2	42,437.9	47,625.9	49,650.1
화학	2,535.1	2,857.4	2,536.1	2,532.9	2,620.7	2,667.2	2,666.5	2,587.4	10,461.9	10,502.4	10,643.5
루브리컨츠	1,302.3	1,109.7	1,017.8	1,038.8	996.8	987.3	985.5	973.0	4,468.6	3,942.5	3,856.8
SK IET	143.0	151.8	170.1	215.9	264.8	302.6	334.7	339.9	680.7	1,242.1	1,938.7
SK On	3,305.3	3,696.1	3,400.4	3,657.6	3,810.1	4,379.4	4,995.9	5,551.9	14,059.5	18,737.3	30,795.7
광구	328.5	248.8	230.5	243.8	254.4	257.9	263.6	276.8	1,051.6	1,052.6	1,085.8
<b>영업이익</b>	<b>375.0</b>	<b>-106.8</b>	<b>429.7</b>	<b>682.5</b>	<b>751.1</b>	<b>817.8</b>	<b>816.0</b>	<b>879.1</b>	<b>1,380.4</b>	<b>3,263.9</b>	<b>4,451.5</b>
%OP	2.0%	-0.6%	2.5%	3.8%	3.7%	3.8%	4.0%	4.2%	1.9%	3.9%	4.6%
석유	274.8	-411.2	319.7	389.1	251.7	272.5	215.0	232.6	572.4	971.8	631.2
화학	108.9	170.2	-103.6	-55.0	30.4	44.1	48.5	49.1	118.3	122.7	268.5
루브리컨츠	259.2	259.9	222.6	227.2	192.9	182.4	182.1	171.1	969.0	728.5	642.8
SK IET	-3.7	0.9	4.5	9.4	15.6	21.0	25.2	26.7	11.1	88.5	209.3
<b>SK On</b>	<b>-344.7</b>	<b>-298.5</b>	<b>-170.9</b>	<b>-45.2</b>	<b>90.2</b>	<b>120.7</b>	<b>152.8</b>	<b>197.1</b>	<b>-692.3</b>	<b>560.8</b>	<b>1,371.0</b>
%OP	-10.4%	-8.1%	-5.0%	-1.2%	2.4%	2.8%	3.1%	3.6%	-4.9%	3.0%	4.5%
AMPC 추정		167.0	102.0	98.4	109.1	115.2	129.0	136.1	367.4	489.5	1,018.0
<b>SK On (AMPC 포함)</b>	<b>-344.7</b>	<b>-131.5</b>	<b>-68.9</b>	<b>53.2</b>	<b>199.3</b>	<b>235.9</b>	<b>281.8</b>	<b>333.2</b>	<b>-324.9</b>	<b>1,050.3</b>	<b>2,389.0</b>
광구	113.5	68.2	55.3	58.5	61.1	61.9	63.3	66.4	295.5	252.6	260.6
<b>세전이익</b>	<b>156.3</b>	<b>-257.9</b>	<b>266.0</b>	<b>500.0</b>	<b>550.8</b>	<b>602.0</b>	<b>591.3</b>	<b>631.3</b>	<b>664.4</b>	<b>2,375.4</b>	<b>3,296.3</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>-131.1</b>	<b>-222.1</b>	<b>184.4</b>	<b>346.4</b>	<b>381.7</b>	<b>417.1</b>	<b>407.0</b>	<b>434.5</b>	<b>177.5</b>	<b>1,640.3</b>	<b>2,276.0</b>
<b>%YoY</b>											
매출액	17.7	-5.9	-24.2	-6.5	6.2	14.7	17.2	18.1	-6.5	13.9	17.9
영업이익	-77.3	적전	-39.0	흑전	100.3	흑전	89.9	28.8	-64.8	136.4	36.4
세전이익	-88.6	적전	-12.3	흑전	252.4	흑전	122.1	26.3	-76.8	257.4	38.8
순이익(지배주주)	적전	적전	146.5	흑전	흑전	흑전	120.6	25.4	-88.7	823.4	38.8
<b>%QoQ</b>											
매출액	0.0	-2.2	-7.9	3.7	13.7	5.6	-5.9	4.5			
영업이익	흑전	적전	흑전	58.8	10.0	8.9	-0.2	7.7			
세전이익	흑전	적전	흑전	87.8	10.2	9.3	-1.8	6.8			
순이익(지배주주)	적자축소	적자확대	흑전	87.8	10.2	9.3	-2.4	6.8			

자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

표3 SK이노베이션의 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	기존 매출액 추정	신규 매출액 추정	변화율	기존 영업이익 추정	신규 영업이익 추정	변화율	기존 순이익 추정	신규 순이익 추정	변화율
2023E	74,698.2	73,002.1	-2.3%	1,954.5	1,380.4	-29.4%	490.90	177.5	-63.8%
2024E	80,974.5	83,142.4	2.7%	3,275.5	3,263.9	-0.4%	1,409.80	1,640.3	16.3%
2025E	92,923.5	98,010.6	5.5%	6,457.5	4,451.5	-31.1%	3,175.40	2,276.0	-28.3%

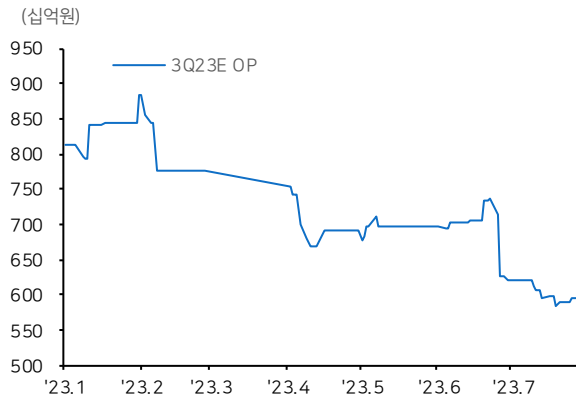
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 SK이노베이션의 적정주가 25만원으로 하향 제시

사업가치 (A)	EBITDA(23년)	Fair Value
석유/화학/운할유/석유개발	3,002	12,133
SK leT(2025년 기준으로 TP 적용, 지분율 및 할인을 적용)	808.6	1,745
SK On(2025년 기준으로 가치산정, 지분율 및 할인을 적용)	3,768.9	26,505
<b>기업가치(십억원)</b>		<b>40,583</b>
순차입금/보증 (B)		17,272
<b>적정 시가총액 (A-B), (십억원)</b>		<b>23,110</b>
발행 주식수(천주)		92,466
<b>적정주가(원)</b>		<b>250,000</b>

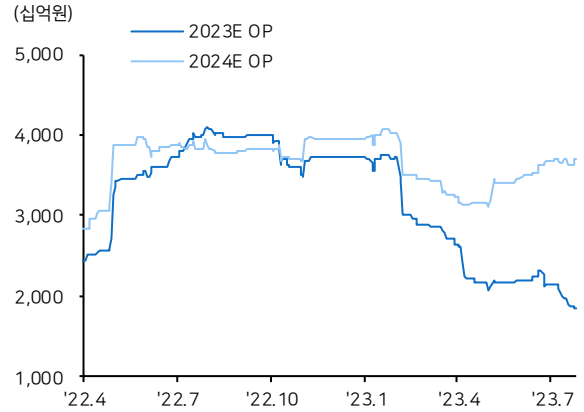
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 3Q23E 영업이익 컨센서스 추이



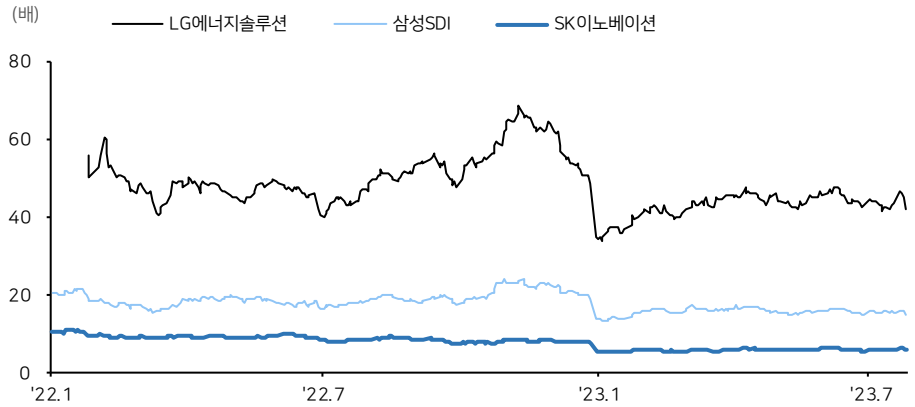
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 연간 영업이익 컨센서스 추이



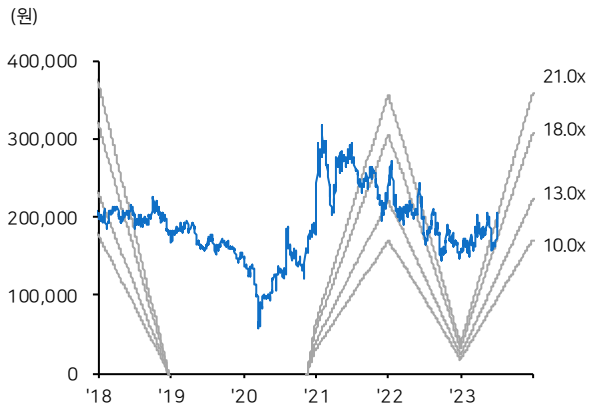
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 주요 셀 업체 EV/EBITDA 추이



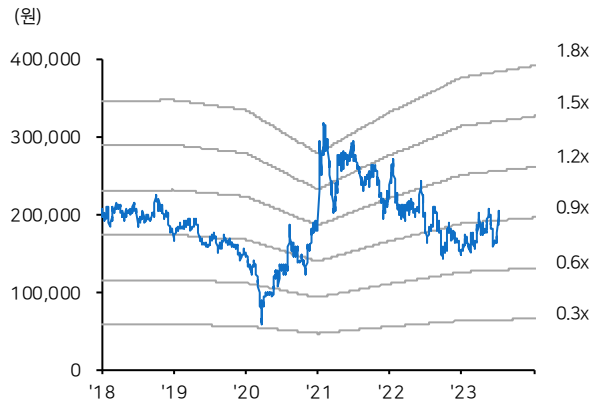
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드 차트



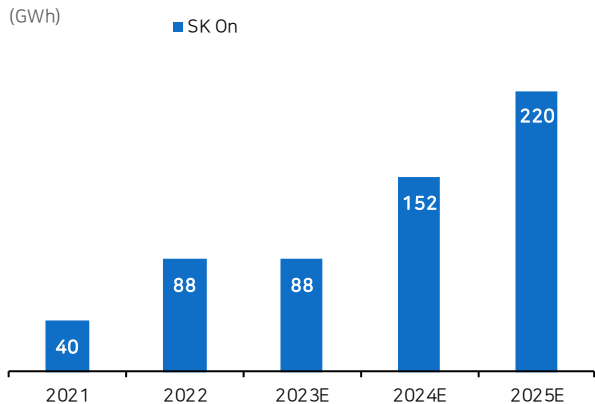
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드 차트



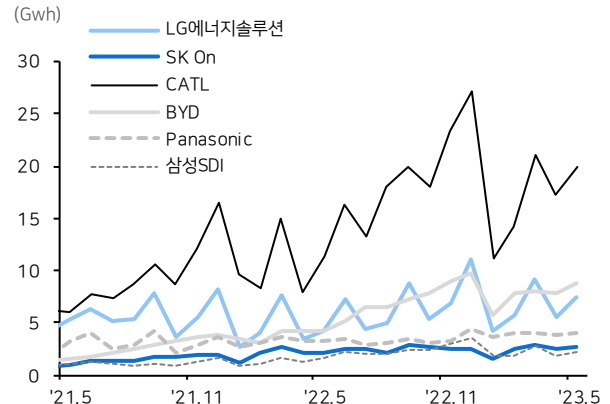
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SK On의 연간 생산Capa 추이



자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림7 글로벌 배터리 생산기업별 출하량 추이



자료: SNE 리서치, 메리츠증권 리서치센터

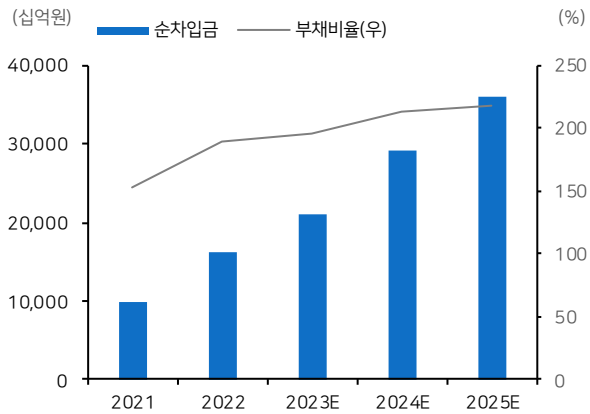
그림8 SK On의 주력 고객사 Ford는 2Q23 실적발표 중, EV 판매량 가이드스 하향 의견 제시

“The near-term pace of EV adoption will be a little slower than expected, which is going to benefit early movers like Ford,” Farley said in a statement. “EV customers are brand loyal and we’re winning lots of them with our high-volume, first-generation products; we’re making smart investments in capabilities and capacity around the world; and, while others are trying to catch up, we have clean-sheet, next-generation products in advanced development that will blow people away.”

Ford said that it expects its EV business to reach a 600,000 run rate in 2024, which is a year delay from its original forecast. Ultimately, the company is targeting a 2 million run rate. Ford originally targeted 2026 to hit that figure, but didn’t provide a date in its most recent earnings report.

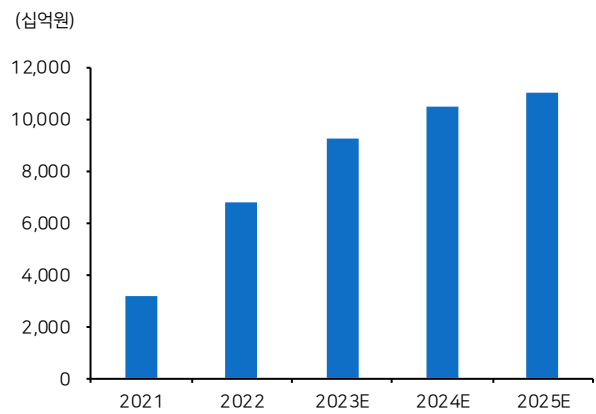
자료: TechCruch, Ford 2Q23 IR 내용 발췌, 메리츠증권 리서치센터

그림9 SK이노베이션의 연간 순차입금 및 부채비율 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 SK이노베이션의 연간 Capex 추이



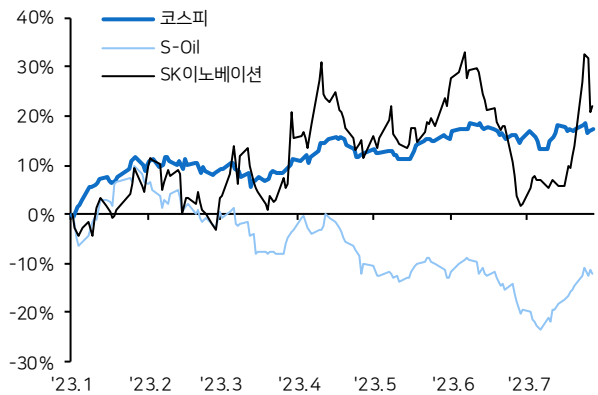
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 국제유가(WTI) 추이



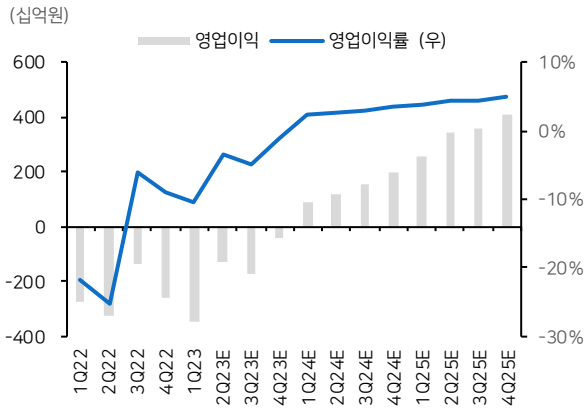
자료: Opinet, 메리츠증권 리서치센터

그림12 2023년 이후 주가 상대비교



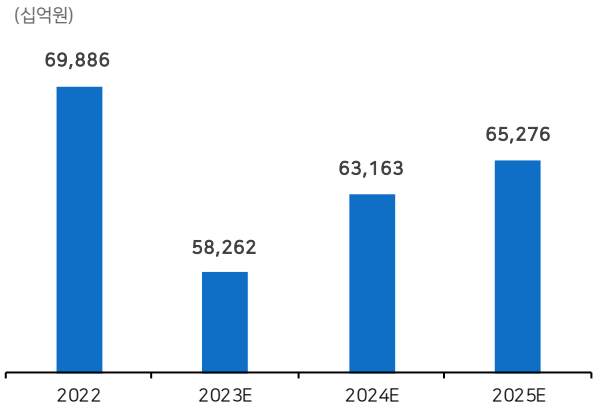
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림13 SK On의 영업실적 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 SK이노베이션의 성장 자회사를 제외한 매출액 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

## SK 이노베이션 (096770)

## Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>46,853.4</b>	<b>78,056.9</b>	<b>73,002.1</b>	<b>83,142.4</b>	<b>98,010.6</b>
매출액증가율(%)	35.6	66.6	-6.5	13.9	17.9
매출원가	42,672.1	71,029.7	68,914.9	77,094.1	90,274.8
매출총이익	4,181.3	7,027.2	4,087.3	6,048.2	7,735.7
판매관리비	2,439.6	3,109.9	2,706.9	2,784.4	3,284.2
<b>영업이익</b>	<b>1,741.7</b>	<b>3,917.3</b>	<b>1,380.4</b>	<b>3,263.9</b>	<b>4,451.5</b>
영업이익률(%)	3.7	5.0	1.9	3.9	4.5
금융손익	-741.5	-1,009.6	-873.8	-1,004.8	-1,271.5
중속/관계기업손익	436.8	2.3	293.4	295.0	295.0
기타영업외손익	-618.5	-49.8	-142.7	-178.8	-160.0
세전계속사업이익	818.5	2,860.2	657.3	2,375.3	3,315.0
법인세비용	373.7	965.0	266.1	623.7	870.7
<b>당기순이익</b>	<b>488.5</b>	<b>1,895.2</b>	<b>394.6</b>	<b>1,751.7</b>	<b>2,430.5</b>
지배주주지분 순이익	292.1	1,569.0	177.7	1,640.3	2,276.0

## Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>21,481.7</b>	<b>31,966.7</b>	<b>31,314.6</b>	<b>31,784.6</b>	<b>32,218.5</b>
현금및현금성자산	3,423.8	9,479.1	10,127.3	6,756.7	4,516.9
매출채권	4,248.7	6,278.8	6,396.0	7,555.4	8,362.6
재고자산	7,849.1	11,857.7	11,220.9	13,255.0	14,671.1
<b>비유동자산</b>	<b>28,063.3</b>	<b>35,252.3</b>	<b>42,547.3</b>	<b>51,705.1</b>	<b>60,567.6</b>
유형자산	19,337.5	25,110.6	32,565.2	40,973.2	49,345.3
무형자산	1,906.9	2,077.7	1,969.9	1,822.4	1,688.0
투자자산	4,929.6	5,518.0	5,496.4	6,393.8	7,018.5
<b>자산총계</b>	<b>49,544.9</b>	<b>67,218.9</b>	<b>73,861.9</b>	<b>83,489.6</b>	<b>92,786.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>14,512.5</b>	<b>27,557.2</b>	<b>30,525.1</b>	<b>35,917.3</b>	<b>40,385.6</b>
매입채무	5,661.2	9,146.4	8,756.6	10,344.0	11,449.1
단기차입금	864.1	7,558.6	8,648.9	10,228.9	11,808.9
유동성장기부채	1,830.8	4,839.6	6,314.1	6,614.1	6,814.1
<b>비유동부채</b>	<b>15,411.8</b>	<b>16,419.4</b>	<b>18,371.9</b>	<b>20,855.8</b>	<b>23,253.5</b>
사채	10,106.0	8,419.7	8,694.1	9,094.1	9,494.1
장기차입금	3,305.8	4,984.0	6,569.0	8,369.0	10,169.0
<b>부채총계</b>	<b>29,924.3</b>	<b>43,976.6</b>	<b>48,897.0</b>	<b>56,773.1</b>	<b>63,639.1</b>
<b>자본금</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>
자본잉여금	7,697.6	8,198.0	8,909.2	8,909.2	8,909.2
기타포괄이익누계액	501.2	728.2	1,166.8	1,166.8	1,166.8
이익잉여금	10,198.7	11,579.7	11,206.9	12,847.1	15,123.0
비지배주주지분	2,309.8	3,590.7	4,536.3	4,647.7	4,802.2
<b>자본총계</b>	<b>19,620.7</b>	<b>23,242.3</b>	<b>24,965.0</b>	<b>26,716.6</b>	<b>29,147.1</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-495.5</b>	<b>406.6</b>	<b>3,355.9</b>	<b>3,292.0</b>	<b>4,777.8</b>
당기순이익(손실)	488.5	1,895.2	394.6	1,751.7	2,430.5
유형자산상각비	1,408.3	1,616.3	2,157.3	2,032.0	2,657.9
무형자산상각비	105.5	176.8	168.2	147.6	134.4
운전자본의 증감	-2,585.5	-4,270.4	997.5	-639.2	-445.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-4,110.7</b>	<b>-5,123.3</b>	<b>-8,342.6</b>	<b>-11,548.2</b>	<b>-11,801.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-3,175.2	-6,776.6	-9,270.4	-10,440.0	-11,030.0
투자자산의감소(증가)	-181.5	-586.1	90.0	-897.4	-624.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>5,029.7</b>	<b>10,507.2</b>	<b>5,565.0</b>	<b>4,885.7</b>	<b>4,783.9</b>
차입금의 증감	2,682.3	9,861.1	5,050.7	4,885.7	4,784.0
자본의 증가	1,755.7	500.4	711.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	483.2	6,055.3	648.3	-3,370.6	-2,239.9
기초현금	2,940.7	3,423.8	9,479.1	10,127.4	6,756.8
기말현금	3,423.8	9,479.1	10,127.4	6,756.8	4,517.0

## Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	506,712	844,173	789,506	899,171	1,059,968
EPS(지배주주)	3,158	16,968	1,921	17,739	24,614
CFPS	27,048	62,315	35,625	60,210	79,734
EBITDAPS	35,207	61,758	40,078	58,870	78,341
BPS	184,720	209,698	217,990	235,493	259,778
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	75.5	9.1	98.7	10.7	7.7
PCR	8.8	2.5	5.3	3.1	2.4
PSR	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.3	0.7	0.9	0.8	0.7
EBITDA(십억원)	3,255.4	5,710.5	3,705.9	5,443.4	7,243.8
EV/EBITDA	10.6	6.0	11.7	9.5	8.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	1.8	8.5	0.9	7.7	9.8
EBITDA 이익률	6.9	7.3	5.1	6.5	7.4
부채비율	152.5	189.2	195.9	212.5	218.3
금융비용부담률	0.8	0.8	1.5	1.5	1.5
이자보상배율(x)	4.4	6.1	1.2	2.6	3.1
매출채권회전율(x)	13.9	14.8	11.5	11.9	12.3
재고자산회전율(x)	8.0	7.9	6.3	6.8	7.0

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

