



# BUY (Maintain)

목표주가: 199,000원  
주가(2/16): 160,000원  
시가총액: 147,945억원

화학/정유 Analyst 정경희  
caychung09@kiwoom.com

RA 신대현  
shin8d@kiwoom.com

## Stock Data

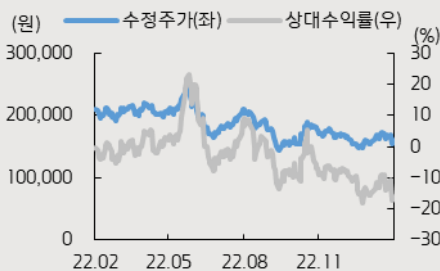
KOSPI(2/16)	2,475.48pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	244,000원	143,500원
등락률	-34.4%	11.5%
수익률	절대	상대
1M	1.6%	-1.5%
6M	-21.4%	-19.5%
1Y	-24.3%	-16.1%

발행주식수	92,466천주
일평균 거래량(3M)	394천주
외국인 지분율	25.0%
배당수익률(2022E)	3.8%
BPS(2022E)	199.950원
주요 주주	SK 외 36인 33.8%

## 투자지표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	34,549.9	46,842.9	78,056.7	68,610.9
영업이익	-2,420.3	1,754.2	3,998.7	2,713.3
EBITDA	-1,053.3	3,267.9	5,834.0	4,644.7
세전이익	-2,758.4	831.0	2,927.1	1,253.2
순이익	-2,146.7	501.0	2,049.0	877.3
지배주주지분순이익	-2,172.8	304.6	1,245.7	533.3
EPS(원)	-23,185	3,250	13,292	5,691
증감률(% YoY)	적지	흑전	309.0	-57.2
PER(배)	-8.2	73.4	11.6	28.1
PBR(배)	1.22	1.29	0.77	0.76
EV/EBITDA(배)	-27.0	10.6	4.7	6.7
영업이익률(%)	-7.0	3.7	5.1	4.0
ROE(%)	-13.6	1.9	6.9	2.8
순차입금비율(%)	63.3	51.0	46.0	54.5

## Price Trend



## 기업브리프

# SK이노베이션(096770)

## 배터리 이슈 및 CFU 가동율



SK이노베이션은 배터리 주요 고객사 중 한 곳인 Ford가 Pre-delivery Inspection 단계에서 잠재적인 결함 발견을 언급함에 따라 미국 공장 라인 1개의 가동을 잠정 중단한 상황이다. 또한 Ford는 최근 CATL과 연간 35GWh 규모의 LFP 배터리 공장 설치를 발표, IRA 법안에도 불구하고 중국 배터리 밸류 체인의 미국 진출 가능성이 제기되는 상황이다. 유가 대비 Condensate 약세 가능성이 높지 않고, 배터리 부문 수출 개선이 당분간 지연될 수 있어 동사에 대한 추정치를 변경하며 투자의견 Buy를 유지하나 목표주가를 199,000원으로 변경한다.

### >>> 포드가 제기한 배터리 결함 가능성은 사전 점검에서

언론 보도에 따르면, 포드는 지난주부터 F-150라이트닝을 조립하는 미시간주 디어본 공장 가동을 중단했고, 이에 대하여 Pre-delivery Inspection 단계에서의 잠재적일 수 있는 결함 발견에 따른 것으로 언급하였다. 완성차 사고가 아니라 사전 점검 차원에서 잠재적 결함 가능성에 대한 이슈 제기로 현재 이에 따른 리콜 가능성은 높지 않은 것으로 보인다. 그러나 수주 잔량 기준 Top3 고객사 중 하나인 포드향 라인의 운영 중단이 장기화되거나, 전략적 관계가 변경될 경우 동사의 신성장 전략에서 핵심인 배터리에 대한 불확실성이 증가하는 것으로 볼 수 있다. 미 행정부의 IRA 추진에도 불구하고 최근 포드가 CATL과 미시간 지역에 연간 35GWh 규모의 LFP 배터리 공장 설치를 발표하는 등 중국 배터리 밸류 체인의 미국진출 가능성을 배제하기는 어려운 상황 역시 유의할 필요가 있다.

### >>> 휘발유 마진 개선 vs Condensate 강세 지속

1월 휘발유 마진은 전년비 대폭 개선되었다. 이는 유가 안정에 따른 휘발유 가격 하락 및 계절적 성수기를 앞둔 재고 비축에서 비롯된 것으로 보인다. 우리는 2023년 전년대비 경유 마진 감소, 항공유 및 휘발유 마진 증가를 예상하고 있다. 다만 원유 대비 Condensate 강세가 지속되고 있어, CFU 가동율 개선에 따른 물량 증가 기회는 당분간 낮을 것으로 예상된다.

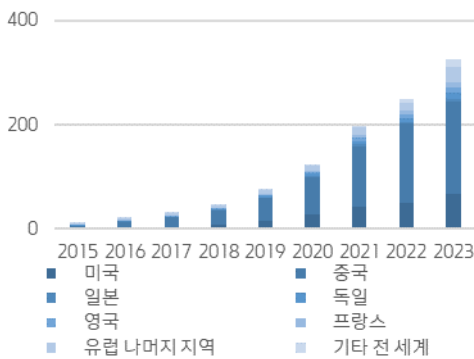
### >>> Top Pick에서 제외, Buy 유지

우리는 구조적 정체마진 호조, 동사의 CFU 가동율 개선 가능성에 따라 정유주 중 Top Pick으로 동사를 제시하였다. 그러나 배터리 수출 개선에 역량이 집중되어야 하는 시점에 사전 점검에서 결함 가능성이 제기됨에 따라 대규모 CAPEX(2023년 배터리부문 약 7.5조원)에 따른 재무적 부담은 증가한 반면, 흑자전환 시점에 대한 불확실성은 다소 증가한 것으로 판단한다. 또한 당분간 Condensate 약세 가능성이 낮은 것으로 예상함에 따라 실적 추정을 변경하였다. 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가 199,000원으로 변경한다.

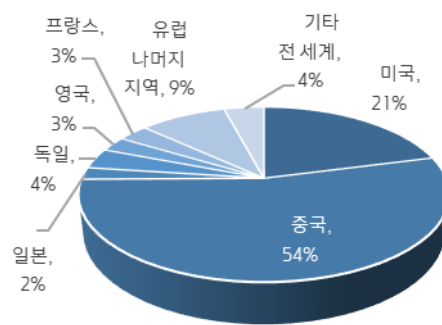
### >>> 주요 고객사인 Ford의 동사 배터리에 대한 사전 점검에서 잠재적 문제 제기

월스트리트저널 및 블룸버그 등의 보도에 따르면, 포드는 지난주부터 F-150라이트닝을 조립하는 미시간주 디어본 공장 가동을 중단했다. 포드는 ‘사전 품질 점검에서 잠재적인 배터리 품질 문제가 나타났다. 조사하는 동안 자동차 생산을 보류하기로 한 것’으로 설명했다. 완성차가 운행중인 상태에서 배터리가 폭발한 것이 아니고, Pre-delivery Inspection 단계에서의 잠재적일 수 있는 결함 발견이므로 리콜 가능성은 높지 않은 것으로 보인다. 그러나 동사의 수주 잔량 기준 포드는 Top3 고객사 중 하나로 이번 이슈가 장기화될 경우 대규모 배터리 CAPEX(2023년 약 7.5조) 및 차입금 증가에도 불구하고, 배터리 수율 개선 등이 진행이 차질을 빚게 된다면 이는 배터리 부문 흑자 전환 시점이 다소 연기될 수 있는 부정적 요소이다.

글로벌 EV 수요 (\$/kWh)



리튬이온 배터리 수요(2023E)

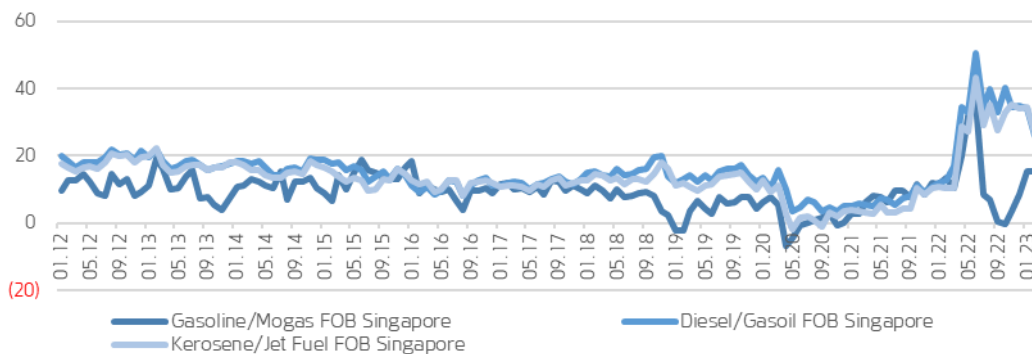


자료: BloombergNEF, 키움증권 리서치

### >>> 1월 휘발유 마진 증가 및 경유 마진 감소

2022년 4월에서 6월사이 유가가 급등하며 휘발유 소비도 시차를 두고 감소하는 양상을 보였다. 휘발유 가격과 소비가 역의 관계를 보이고 있어, 다소 하락한 유가 수준이 휘발유 수요 개선에 긍정적 영향을 미친 것으로 보인다. 1월 휘발유 마진은 전년비 대폭 개선되었고, 2분기 이후 계절적 성수기를 앞둔 재고 비축 등의 수요 증가로 볼 수 있다. 우리는 2023년 전년비 경유 마진 감소, 항공유 및 휘발유 마진 증가를 예상하고 있다.

Dubai 대비 석유제품(휘발유/경유/등유) 단순 정제마진 추이

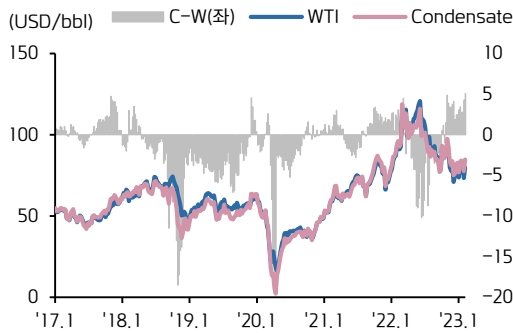


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### >>> Condensate 강세 유지 중

우리는 기존 자료에서 CFU(Condensate Fracking Unit)의 가동율이 증가하게 되면 추가 설비 투자 없이 바로 제품 생산량 증가로 이어질 수 있어 긍정적인 요소로 보았다. 그러나 WTI 대비 Condensate(Edmonton 기준) 가격의 강세가 이어지고 있다. NLG 생산량 증가에도 불구하고, 미시시피강 가뭄 등에 따라 수송이 원활치 못한 점도 영향을 미친 것으로 보인다. Condensate 강세도 당분간 CFU 가동율 개선 가능성이 낮아짐에 따라 생산량 증가 가능성은 당분간 낮은 것으로 예상된다.

#### Condensate vs WTI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

#### PX 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 2월 16일 현재 'SK이노베이션(096770)' 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

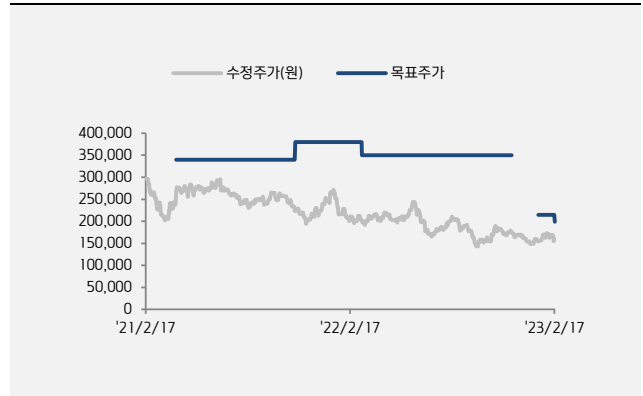
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK이노베이션 (096770)	2021-04-12	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-19.83	-16.62
	2021-05-14	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-21.78	-13.09
	2021-08-31	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-22.70	-13.09
	2021-10-05	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-22.82	-13.09
	2021-11-01	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-30.51	-26.91
	2021-11-11	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-41.42	-28.42
	2022-03-10	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-40.51	-37.14
	2022-05-02	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-40.68	-37.14
	2022-06-03	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-42.45	-30.29
	담당자변경	2023-01-19	Buy(Reinitiate)	215,000원	6개월	-23.37
2023-02-17		Buy(Maintain)	199,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

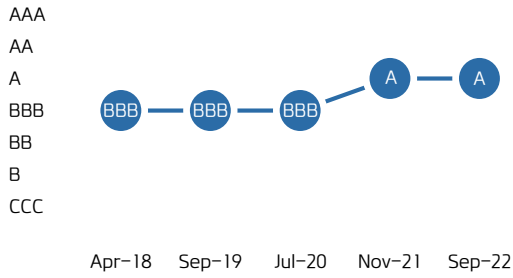
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/01/01~2022/12/31)

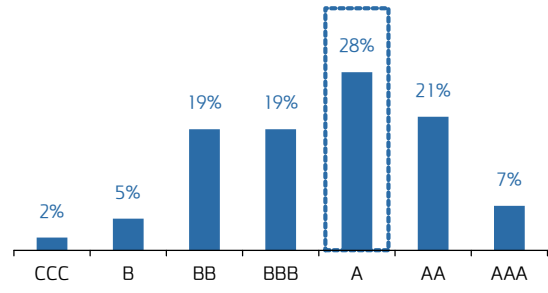
매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치  
Universe: MSCI ACWI 지수 내 석유&가스 정제 기업 43개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중평균	5.8	5.3		
<b>환경</b>	6.0	5.2	48.0%	
탄소배출	8.1	6.5	21.0%	
유독 물질 배출 & 폐기물	4.0	4	16.0%	
친환경 기술 관련 기회	5.0	4.3	11.0%	
<b>사회</b>	7.8	6.4	15.0%	
건강과 안전	7.8	7	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
22년 6월	한국: 경찰은 전·현직 직원들에 대해 경쟁사의 전 직원들을 고용함으로써 도난당한 영업 비밀에 대한 혐의로 35명을 기소
22년 5월	SK지오센트릭: 울산 공장에서의 원유탱크 폭발로 인해 한명은 병원에서 사망했고 다른 한명은 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
Enbridge Inc.	●●●●	N/A	N/A	●●	●●●●	●●●●	AA	▲
MARATHON PETROLEUM CORPORATION	●	●●●	●●●●	●●	●●	●●●	A	◀▶
VALERO ENERGY CORPORATION	●●	●●●●	●	●●●	●●●	●●	A	◀▶
PHILLIPS 66	●●	●●●	●●●	●●●●	●●●	●●●●	A	▲
SK Innovation Co., Ltd.	●●●●	●●●	●●●	●●●	●●	●●●	A	◀▶
RELIANCE INDUSTRIES LIMITED	●●	●●	●●●	●	●●	●	BBB	◀▶

4분위 등급 : 4분위 최저 ● 4분위 최고 ●●●●  
등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼  
자료: MSCI, 키움증권 리서치