

2023. 4. 11



▲ 이차전지/석유화학
 Analyst **노우호**
 02. 6454-4867
 wooho.rho@meritz.co.kr
 RA **이지호**
 02. 6454-4885
 jiholee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	290,000 원
현재주가 (4.10)	197,700 원
상승여력	46.7%
KOSPI	2,512.08pt
시가총액	182,804억원
발행주식수	9,247만주
유동주식비율	57.29%
외국인비중	24.17%
52주 최고/최저가	244,000원/143,500원
평균거래대금	1,415.4억원
주요주주(%)	
SK 외 34 인	33.79
국민연금공단	8.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.9	24.7	-4.3
상대주가	8.6	10.9	2.9

주가그래프



SK이노베이션 096770

SK On, AMPC Vs. 분기 사상 최대 적자

- ✓ 1Q23 매출액 20.3조원, 영업이익 275억원을 추정: SK On은 매출액 3.1조원, 영업적자 -4,315억원 → 기존 비용 및 일회성 요인 발생 배경
- ✓ 2023년 화두는 AMPC 적용 → 당분기 913억원을 포함하여 연간 4,201억원 반영
- ✓ 1H23 SK On의 해외 생산기지 수출 개선 작업은 현재 진행 형, 24년 정상 수준 도달
- ✓ SK On에 최악의 상황은 일단락된 점, AMPC에 따른 사업가치 부각(25년 기준 33조 원 사업가치 반영)으로 적정주가는 29만원으로 상향

1Q23 영업이익 275억원으로 최근 낮아진 시장 예상치 또한 하회 전망

동사의 당분기 영업이익으로 275억원을 추정, 사업부문별 정유 1,707억원, 화학 373억원, 루브리컨츠 2,079억원, SK On -4,315억원, leT -189억원이다. 당분기 유가 변동에도 불구하고, 석유 제품별 견고했던 수요 지지로 정체마진 호조세가 QoQ 흑자 전환 요인이다. 루브리컨츠 또한 타이트한 수급 여건으로 전분기와 유사한 수익성이 유지되었다. 반면 SK On은 매출액 3.1조원(+9.7% QoQ), 영업적자 -4,315억원(OPM -13.7%)으로 분기사상 최대 적자를 시현했다. 미국/유럽 신규 공장 운용 비용, 지난 2월 Ford의 F-150 배터리 품질이슈 발생/가동중단 비용, 임직원 상여금 반영이 배경이다.

미국 IRA 법안과 AMPC에 따른 자회사 가치 재평가: SK On과 SK leT

지난 3/31에 발표된 IRA 세부수칙은 (1) 부품: 셀/모듈, 분리막, 전해질 등의 미국 내 제조/조립의 의무조항, (2) 핵심광물: 미국과 FTA 체결국에서 가공 조항으로 동사는 배터리 셀(SK On)과 분리막(SK leT) 사업을 자회사로 보유 중이다. SK On은 단독 설비/Ford JV와 22년 연말 JV MOU를 체결한 현대차 프로젝트를 고려하면 미국 내 170GWh 이상의 생산규모를 영위하겠다. 이를 감안한 연간 AMPC 혜택은 23년 4,201억원, 24년 6,429억원, 25년 3,300억원을 추정한다. 또한 SK leT는 원단→코팅의 분리막 생산 수직계열화를 구축, 유럽 기지는 유휴 생산Capa를 갖춰 분리막 탈중국 정책 대응이 가능하다. SK leT는 미국투자까지 염두하고 있어 외부 고객사(Cell/OEM 등)향 신규 수주 또한 가능하겠다. 당사는 SK이노베이션의 자회사 가치(SK On 33조원, SK leT 11조원) 재평가가 필요한 시점으로 판단, 적정주가를 29만원으로 상향 제시한다.

투자의견 Buy, 적정주가 29만원으로 상향 제시

(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	77,717.4	1,268.4	578.1	6,251	-74.5	215,866	31.6	0.9	15.0	2.9	196.5
2024E	81,109.9	2,639.3	1,713.9	18,535	196.5	234,154	10.7	0.8	10.2	8.1	211.0
2025E	92,923.6	3,154.7	2,083.4	22,531	21.6	256,385	8.8	0.8	8.7	9.1	203.2

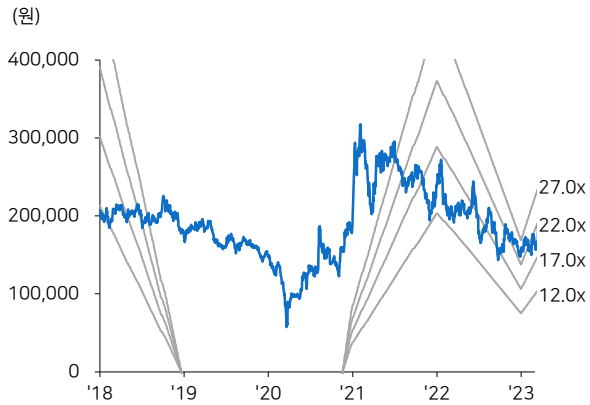
(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	20,323.3	16,261.5	25.0	19,136.8	6.2	18,354.7	10.7
영업이익	27.5	1,649.1	-98.3	-764.9	흑전	432.3	-93.6
세전이익	-98.4	1,376.0	적전	-829.4	적지	368.0	적전
순이익(지배주주)	-147.0	793.7	적전	-575.7	적지	195.5	적전
영업이익률(%)	0.1	10.1		-4.0		2.4	
순이익률(%)	-0.7	4.9		-3.0		1.1	

자료: SK이노베이션, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	20,323.3	20,419.3	18,623.3	18,351.5	20,241.9	20,832.2	19,859.1	20,176.7	77,717.4	81,109.9	92,923.5
석유	13,009.1	13,088.3	10,996.2	10,545.9	12,355.9	12,313.7	10,678.4	10,512.7	47,639.4	45,860.7	45,860.9
화학	2,756.4	2,672.7	2,692.2	2,585.2	2,632.7	2,650.9	2,661.6	2,576.0	10,706.5	10,521.2	10,553.5
루브리칸츠	987.4	966.6	952.8	939.1	912.5	904.4	904.0	904.5	3,845.9	3,625.5	3,348.2
SK IET	156.4	193.8	208.0	243.7	286.5	332.7	365.9	375.4	801.9	1,360.6	1,360.6
SK On	3,155.0	3,232.0	3,523.8	3,781.6	3,810.1	4,379.4	4,995.9	5,551.9	13,692.4	18,737.3	30,795.7
광구	259.0	265.9	250.4	256.0	244.2	251.0	253.3	256.1	1,031.2	1,004.6	1,004.6
영업이익	27.5	283.4	390.3	567.1	606.0	615.7	693.1	724.5	1,268.4	2,639.3	3,154.7
<i>%OP</i>	<i>0.1%</i>	<i>1.4%</i>	<i>2.1%</i>	<i>3.1%</i>	<i>3.0%</i>	<i>3.0%</i>	<i>3.5%</i>	<i>3.6%</i>	<i>1.6%</i>	<i>3.3%</i>	<i>3.4%</i>
석유	170.7	251.7	268.6	276.4	292.0	252.9	281.3	254.2	967.4	1,080.3	1,035.3
화학	37.3	29.4	14.8	17.5	5.6	24.9	38.4	51.1	98.9	120.0	147.6
루브리칸츠	207.9	187.1	176.1	165.1	143.5	133.6	133.5	133.6	736.1	544.3	267.0
SK IET	-18.9	-17.7	-0.8	7.6	16.0	23.3	26.3	27.1	-29.8	92.7	92.7
SK On	-431.5	-230.8	-128.4	39.0	90.2	120.7	152.8	197.1	-751.7	560.8	1,371.0
AMPC 혜택	91.3	106.5	106.5	115.7	151.6	151.6	166.1	173.6	420.1	642.9	3,302.8
광구	62.2	63.8	60.1	61.4	58.6	60.2	60.8	61.5	247.5	241.1	241.1
세전이익	-98.4	148.8	254.1	416.0	443.5	445.3	520.7	536.0	720.6	1,945.4	2,365.0
순이익(지배주주)	-147.0	132.5	224.7	367.9	392.1	393.7	457.3	470.8	578.1	1,713.9	2,083.4
%YoY											
매출액	25.0	2.6	-18.2	-4.1	-0.4	2.0	6.6	9.9	-0.4	4.4	14.6
영업이익	-98.3	-87.8	-44.6	흑전	2,099.6	117.2	77.6	27.8	-67.6	108.1	19.5
세전이익	적전	-92.6	-16.3	흑전	흑전	199.2	104.9	28.8	-74.8	170.0	21.6
순이익(지배주주)	적전	-89.6	200.3	흑전	흑전	197.2	103.5	28.0	-63.2	196.5	21.6
%QoQ											
매출액	6.2	0.5	-8.8	-1.5	10.3	2.9	-4.7	1.6			
영업이익	흑전	928.8	37.7	45.3	6.9	1.6	12.6	4.5			
세전이익	적자축소	흑전	70.7	63.7	6.6	0.4	16.9	2.9			
순이익(지배주주)	적자축소	흑전	69.6	63.7	6.6	0.4	16.1	2.9			

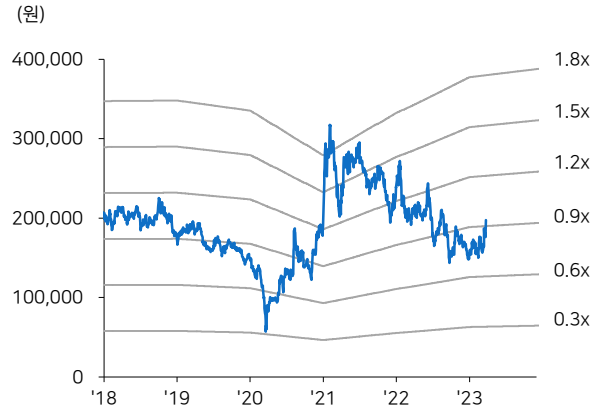
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드 차트



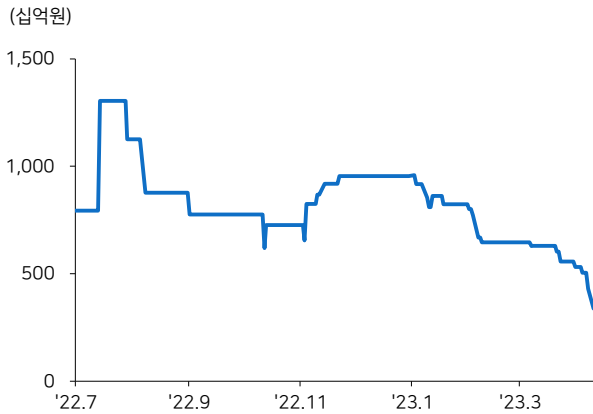
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드 차트



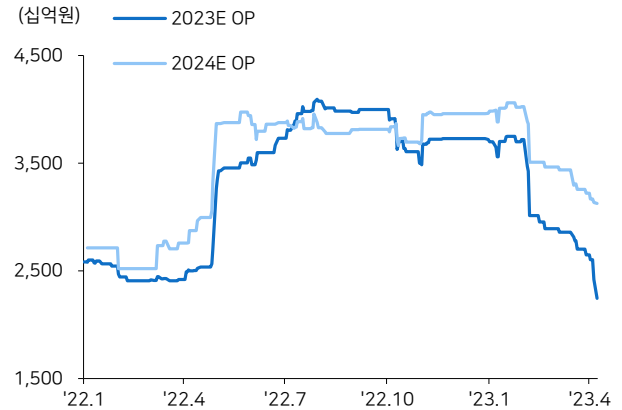
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK이노베이션 1Q23E 영업이익 컨센서스 추이



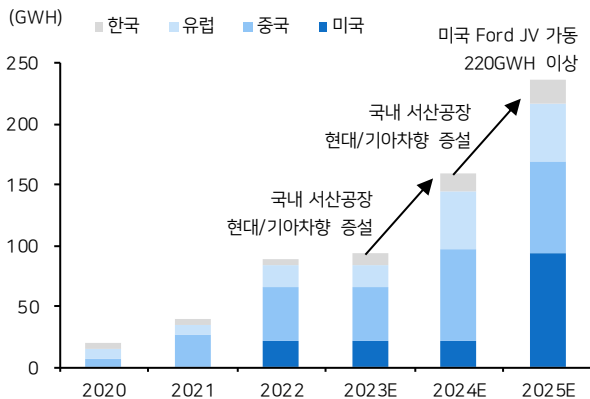
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK이노베이션 연간 영업이익 컨센서스 추이



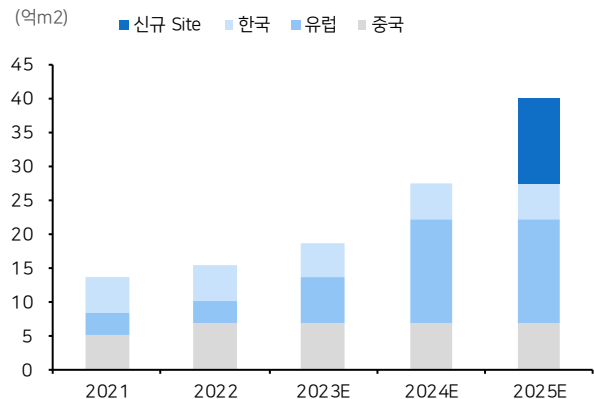
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 SK On의 생산Capa 현황



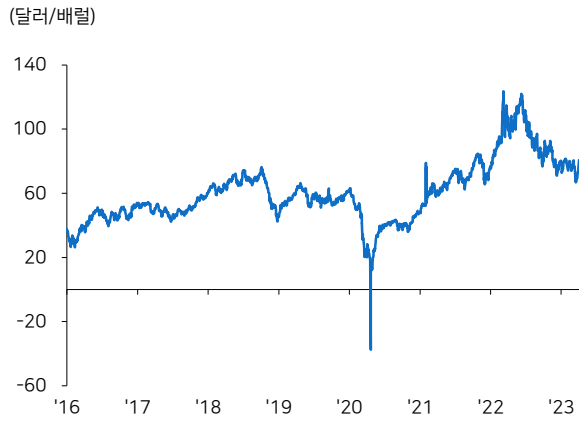
자료: SK On, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SK IeT 생산Capa 현황



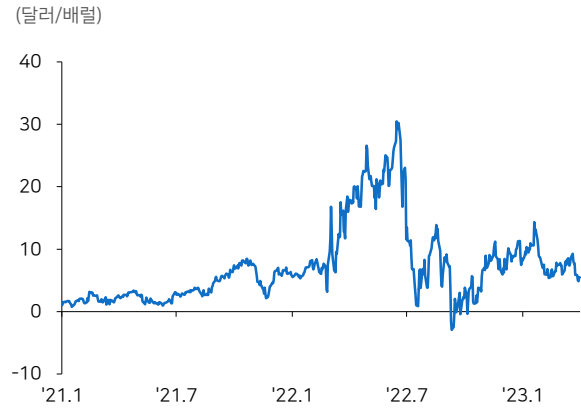
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 WTI 유가 동향



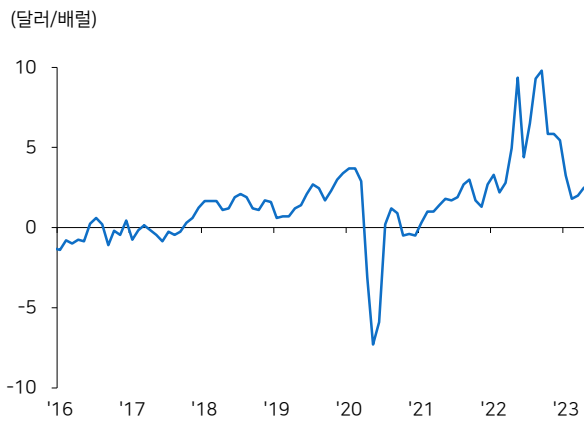
자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림8 싱가포르 정제마진 추이



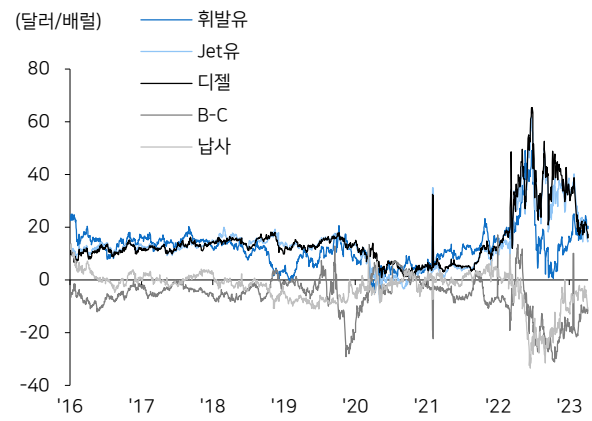
자료: Eikon, 메리츠증권 리서치센터

그림9 사우디 OSP 추이



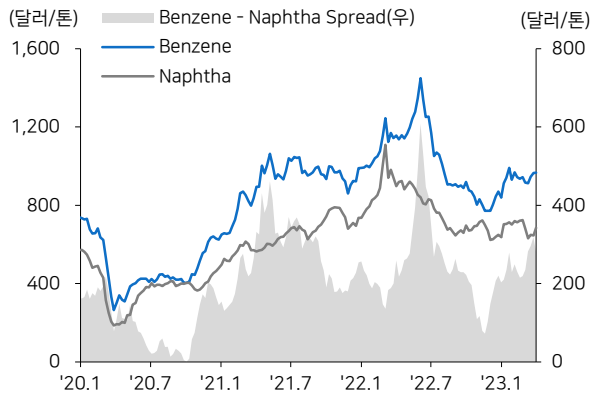
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 제품별 마진 추이



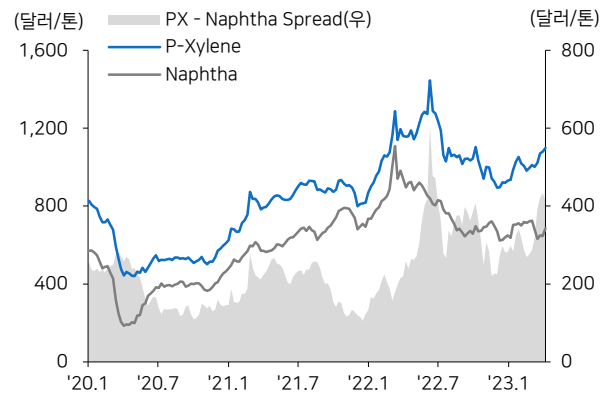
자료: Bloomberg, Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림11 벤젠 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 P-X 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	46,853.4	78,056.9	77,717.4	81,109.9	92,923.6
매출액증가율 (%)	35.6	66.6	-0.4	4.4	14.6
매출원가	42,672.1	71,029.7	73,843.7	75,753.5	86,655.8
매출총이익	4,181.3	7,027.2	3,873.7	5,356.4	6,267.8
판매관리비	2,439.6	3,109.9	2,605.3	2,717.1	3,113.1
영업이익	1,741.7	3,917.3	1,268.4	2,639.3	3,154.7
영업이익률	3.7	5.0	1.6	3.3	3.4
금융손익	-741.5	-1,009.6	-664.1	-810.2	-906.0
중속/관계기업손익	436.8	2.3	295.0	295.0	295.0
기타영업외손익	-618.5	-49.8	-178.8	-178.8	-160.0
세전계속사업이익	818.5	2,860.2	720.5	1,945.3	2,365.0
법인세비용	373.7	965.0	236.8	511.1	621.4
당기순이익	488.5	1,895.2	483.8	1,434.3	1,743.5
지배주주지분 순이익	292.1	1,569.0	578.1	1,713.9	2,083.4

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	21,481.7	31,966.7	30,044.9	32,544.2	35,153.7
현금및현금성자산	3,423.8	9,479.1	8,480.1	8,834.6	8,588.4
매출채권	4,248.7	6,278.8	6,021.1	6,620.0	7,417.4
재고자산	7,849.1	11,857.7	11,371.1	12,502.1	14,008.0
비유동자산	28,063.3	35,252.3	40,294.0	45,698.2	46,428.4
유형자산	19,337.5	25,110.6	30,530.4	35,611.6	35,845.0
무형자산	1,906.9	2,077.7	1,905.5	1,750.0	1,609.7
투자자산	4,929.6	5,518.0	5,312.1	5,790.6	6,427.7
자산총계	49,544.9	67,218.9	70,338.8	78,242.4	81,582.1
유동부채	14,512.5	27,557.2	28,535.1	32,661.0	34,066.1
매입채무	5,661.2	9,146.4	8,771.1	9,643.5	10,805.0
단기차입금	864.1	7,558.6	8,358.6	9,938.6	9,918.6
유동성장기부채	1,830.8	4,839.6	4,839.6	5,139.6	4,639.6
비유동부채	15,411.8	16,419.4	18,077.7	20,421.2	20,612.2
사채	10,106.0	8,419.7	8,839.7	9,239.7	9,239.7
장기차입금	3,305.8	4,984.0	6,284.0	8,084.0	8,084.0
부채총계	29,924.3	43,976.6	46,612.8	53,082.2	54,678.4
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	7,697.6	8,198.0	8,198.0	8,198.0	8,198.0
기타포괄이익누계액	501.2	728.2	728.2	728.2	728.2
이익잉여금	10,198.7	11,579.7	12,157.7	13,871.5	15,954.9
비지배주주지분	2,309.8	3,590.7	3,496.4	3,216.8	2,876.9
자본총계	19,620.7	23,242.3	23,726.0	25,160.3	26,903.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-495.5	406.6	2,217.7	2,969.9	3,329.5
당기순이익(손실)	488.5	1,895.2	483.8	1,434.3	1,743.5
유형자산상각비	1,408.3	1,616.3	1,390.2	1,778.8	1,976.5
무형자산상각비	105.5	176.8	172.2	155.5	140.3
운전자본의 증감	-2,585.5	-4,270.4	171.5	-398.7	-530.8
투자활동 현금흐름	-4,110.7	-5,123.3	-6,535.2	-7,498.7	-3,060.3
유형자산의증가(CAPEX)	-3,175.2	-6,776.6	-6,810.0	-6,860.0	-2,209.9
투자자산의감소(증가)	-181.5	-586.1	205.9	-478.5	-637.1
재무활동 현금흐름	5,029.7	10,507.2	3,318.5	4,883.4	-515.4
차입금의 증감	2,682.3	9,861.1	3,318.5	4,883.5	-515.4
자본의 증가	1,755.7	500.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	483.2	6,055.3	-999.0	354.6	-246.2
기초현금	2,940.7	3,423.8	9,479.1	8,480.1	8,834.6
기말현금	3,423.8	9,479.1	8,480.1	8,834.6	8,588.4

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	506,712	844,173	840,501	877,191	1,004,953
EPS(지배주주)	3,158	16,968	6,251	18,535	22,531
CFPS	27,048	62,315	32,032	50,878	58,480
EBITDAPS	35,207	61,758	30,615	49,462	57,010
BPS	184,720	209,698	215,866	234,154	256,385
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	75.5	9.1	31.6	10.7	8.8
PCR	8.8	2.5	6.2	3.9	3.4
PSR	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.3	0.7	0.9	0.8	0.8
EBITDA	3,255.4	5,710.5	2,830.8	4,573.5	5,271.5
EV/EBITDA	10.6	6.0	15.0	10.2	8.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.8	8.5	2.9	8.1	9.1
EBITDA 이익률	6.9	7.3	3.6	5.6	5.7
부채비율	152.5	189.2	196.5	211.0	203.2
금융비용부담률	0.8	0.8	1.3	1.4	1.3
이자보상배율(x)	4.4	6.1	1.3	2.3	2.6
매출채권회전율(x)	13.9	14.8	12.6	12.8	13.2
재고자산회전율(x)	8.0	7.9	6.7	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 해당 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

