

2023. 6. 15



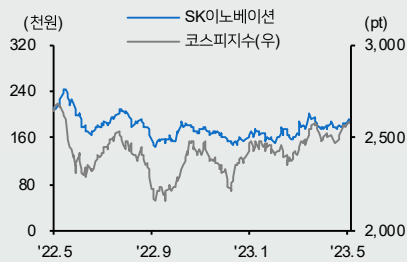
▲ 이차전지/석유화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	290,000 원
현재주가 (6.14)	192,900 원
상승여력	50.3%
KOSPI	2,619.08pt
시가총액	178,366억원
발행주식수	9,247만주
유동주식비율	59.17%
외국인비중	24.81%
52주 최고/최저가	231,000원/143,500원
평균거래대금	1,557.4억원
주요주주(%)	
SK 외 36 인	34.94
국민연금공단	8.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.9	13.5	-16.5
상대주가	2.9	3.9	-20.5

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	74,698.2	1,954.4	490.9	5,309	-59.9	221,333	36.3	0.9	10.1	2.4	194.6
2024E	80,974.5	3,275.4	1,403.0	15,173	141.0	236,303	12.7	0.8	9.1	6.5	205.7
2025E	92,923.6	6,457.5	3,106.1	33,591	121.4	269,447	5.7	0.7	6.0	13.1	184.6

SK이노베이션 096770

개선된 투자심리와 펀더멘털과의 괴리 축소가 관건

- ✓ SK이노베이션의 주가는 2023년 이후 YTD +25% 상승, SK On의 개선된 투자심리를 반영 중: SK On의 연이은 자금조달에 투자 불확실성은 해소 중, SK leT는 미국 IRA 프리미엄 반영 중
- ✓ 주가 추가 상승 가능성은 성장 자회사들의 펀더멘털(수익성) 개선 여부에 달려
- ✓ 당사 추정은 4Q23 시점에 SK On(AMPC 제외 시)과 SK leT 동반 Bep 달성
- ✓ 자회사(SK On, SK leT)의 사업가치 개선으로 투자의견 Buy, 적정주가 29만원 유지

2023년 SK이노베이션의 주가는 +25% 상승: AMPC 반영 및 심리 개선

2023년 연초 이후 국내 배터리 3개사의 주가는 각각 LG에너지솔루션 +35%, SK이노베이션 +25%, 삼성SDI +24% 상승했다. 미국 시장 내 한국 배터리 생산기업들은 해외 경쟁기업들 대비 상대적으로 높아진 협상력과 AMPC 혜택이다. SK On은 당분기부터 AMPC 반영, 23년 연간 4,201억원, 24년 6,429억원의 혜택이 예상된다.

2023년 SK On의 연이은 자금조달, 남은 과제는 사업 역량 보완 여부

SK On의 사업 불확실성 및 가치 할인 배경은 투자재원 및 펀더멘털(공급망 관리/양산능력/수익성 등)이다. SK On은 Pre-IPO 등 연이은 자금조달을 성공시키며 약 8조원의 투자재원을 확보, 향후 투자 집행 불확실성이 다소 완화된 상황이다. 기존 사업 계획 이행을 위한 자원 확보이다. 최근 주가 호조는 연이은 자금조달 유치로 투자심리가 개선된 점으로 판단한다. 결국 기업 가치에 실질 변화는 펀더멘털 개선 여력이다. 배터리 업계 Tier 2 그룹(BYD, SK On, 삼성SDI)에 해당하는 SK On은 Tier 1 그룹(CATL, LG에너지솔루션, Panasonic) 대비 부족했던 사업 역량(공급망, 양산능력, 인력, 배터리 Chemistry 로드맵 등)을 보완하는 과정에서 가치 재평가가 이뤄질 전망이다. 현 시점 SK On에 당사 추정 사업가치는 33조원이다.

자회사들의 실질 펀더멘털(수익성)이 높아진 기대감에 수렴한다면? SK이노베이션의 주가는 추가 Re-rating 열려있어

23년 연초 이후 동사의 주가 상승은 SK On의 투자심리가 개선된 점이다. 당사 추정은 SK On(AMPC 제외)의 분기 흑자전환 시점으로 4Q23을 제시한다. 자동차 고객사들의 EV 전략(양산일정, 판매량 등)에 Time-line상의 변화가 없다면 SK On의 23~26년 연평균 매출액 성장률 +27%를 추정한다. SK On/SK leT의 성장성에 근거하여 동사에 투자의견 Buy 및 적정주가는 29만원을 유지한다.

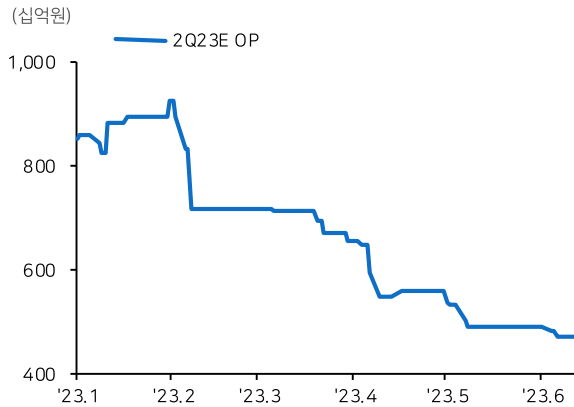
(십억원)	2Q23E	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	18,640.9	19,905.3	-6.4	19,142.9	-2.6	18,652.7	-0.1
영업이익	455.7	2,329.2	-80.4	375.0	21.5	473.4	-3.7
세전이익	301.1	2,010.1	-85.0	156.3	92.6	334.2	-9.9
순이익(지배주주)	172.0	1,276.1	-86.5	-131.1	흑전	213.3	-19.4
영업이익률(%)	2.4	11.7		2.0		2.5	
순이익률(%)	0.9	6.4		-0.7		1.1	

자료: SK이노베이션, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	19,142.9	18,640.9	18,596.7	18,317.7	20,209.4	20,796.2	19,825.6	20,143.4	74,698.2	80,974.5	92,923.5
석유	11,606.9	11,098.2	10,996.2	10,545.9	12,355.9	12,313.7	10,678.4	10,512.7	44,247.2	45,860.7	45,860.9
화학	2,535.1	2,672.7	2,692.2	2,585.2	2,632.7	2,650.9	2,661.6	2,576.0	10,485.2	10,521.2	10,553.5
루브리칸츠	1,302.3	966.6	952.8	939.1	912.5	904.4	904.0	904.5	4,160.8	3,625.5	3,348.2
SK IET	143.0	174.6	181.4	209.9	254.0	296.7	332.4	342.1	708.9	1,225.2	1,777.1
SK On	3,305.3	3,462.8	3,523.8	3,781.6	3,810.1	4,379.4	4,995.9	5,551.9	14,073.6	18,737.3	30,795.7
광구	328.5	265.9	250.4	256.0	244.2	251.0	253.3	256.1	1,100.7	1,004.6	1,004.6
영업이익	375.0	455.7	467.0	656.8	755.0	764.7	857.9	897.9	1,954.5	3,275.5	6,457.5
%OP	2.0%	1.4%	1.9%	3.0%	3.0%	2.9%	3.5%	3.6%	2.1%	3.3%	7.0%
석유	274.8	251.7	268.6	276.4	292.0	252.9	281.3	254.2	1,071.5	1,080.3	1,035.3
화학	108.9	29.4	14.8	17.5	5.6	24.9	38.4	51.1	170.5	120.0	147.6
루브리칸츠	259.2	187.1	176.1	165.1	143.5	133.6	133.5	133.6	787.5	544.3	267.0
SK IET	-3.7	-5.4	-0.7	11.6	13.4	20.7	25.0	26.9	1.8	86.0	215.8
SK On	-344.7	-268.8	-158.4	9.0	90.2	120.7	152.8	197.1	-762.8	560.8	1,371.0
AMPC 추정		197.9	106.5	115.7	151.6	151.6	166.1	173.6	420.1	642.9	3,302.8
SK On(AMPC)		-70.9	-51.9	124.7	241.8	272.3	318.9	370.7	-342.7	1,203.7	4,673.8
광구	113.5	63.8	60.1	61.4	58.6	60.2	60.8	61.5	298.8	241.1	241.1
세전이익	156.3	301.1	310.2	483.1	570.7	572.7	663.6	687.1	1,250.7	2,494.1	5,616.8
순이익(지배주주)	-131.1	172.0	176.0	274.1	323.8	324.9	373.9	387.2	490.9	1,409.8	3,175.4
%YoY											
매출액	17.7	-6.4	-18.3	-4.3	5.6	11.6	6.6	10.0	-4.3	8.4	14.8
영업이익	-77.3	-80.4	-33.7	흑전	101.3	67.8	83.7	36.7	-50.1	67.6	19.8
세전이익	-88.6	-85.0	2.2	흑전	265.1	90.2	114.0	42.2	-56.3	99.4	126.0
순이익(지배주주)	적전	-86.5	135.1	흑전	흑전	88.9	112.5	41.3	-59.9	142.1	125.2
%QoQ											
매출액	0.0	-2.6	-0.2	-1.5	10.3	2.9	-4.7	1.6			
영업이익	흑전	21.5	2.5	40.6	15.0	1.3	12.2	4.7			
세전이익	흑전	92.6	3.0	55.8	18.1	0.4	15.9	3.5			
순이익(지배주주)	적자축소	흑전	2.3	55.8	18.1	0.3	15.1	3.6			

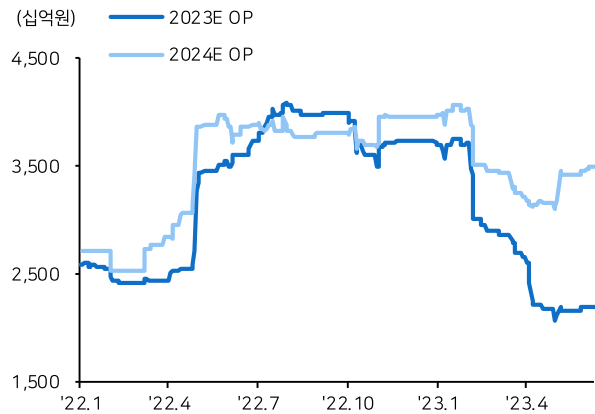
주: SK On의 AMPC 혜택은 2Q23부터 적용, 2Q23은 전분기 AMPC 합산(회사측 가이드)
 자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 2Q23E 영업이익 컨센서스 추이



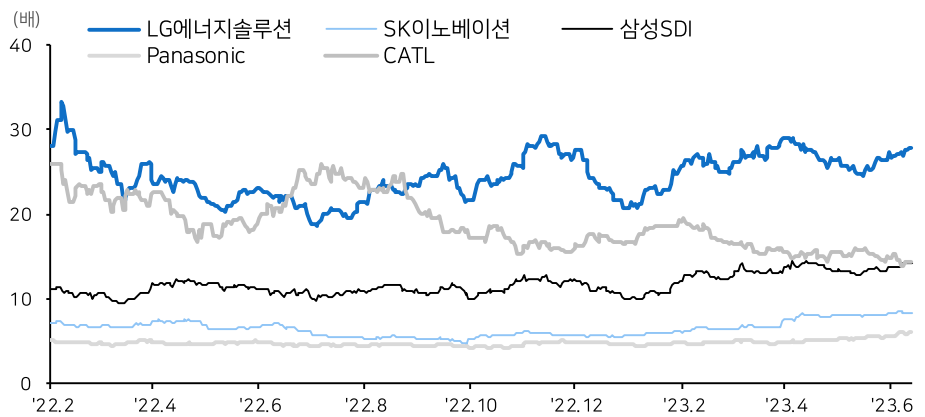
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 연간 영업이익 컨센서스 추이



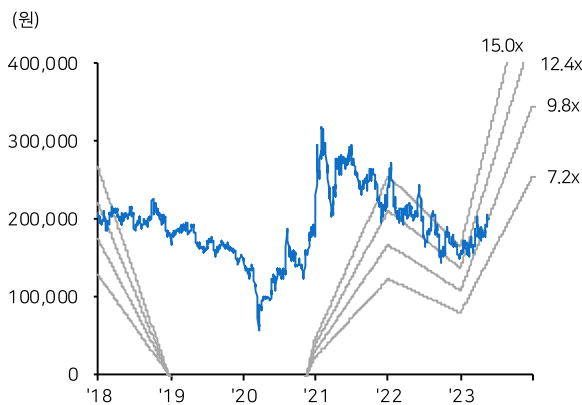
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 주요 셀 업체 EV/EBITDA 추이



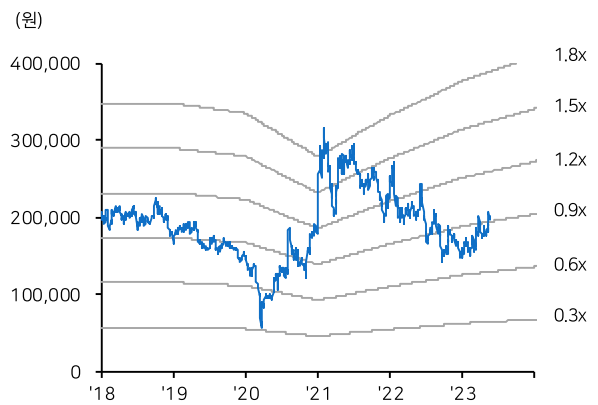
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드 차트



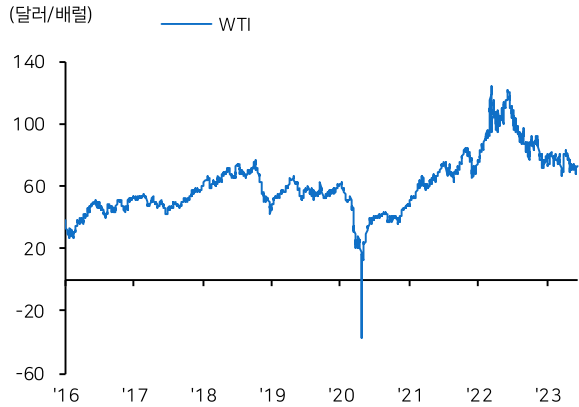
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 국제유가 추이



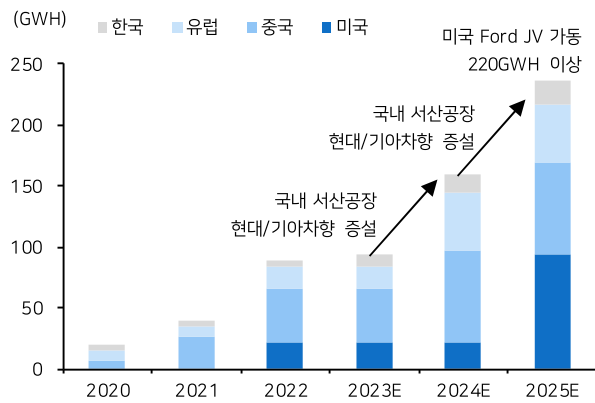
자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림7 싱가포르 정제마진 추이



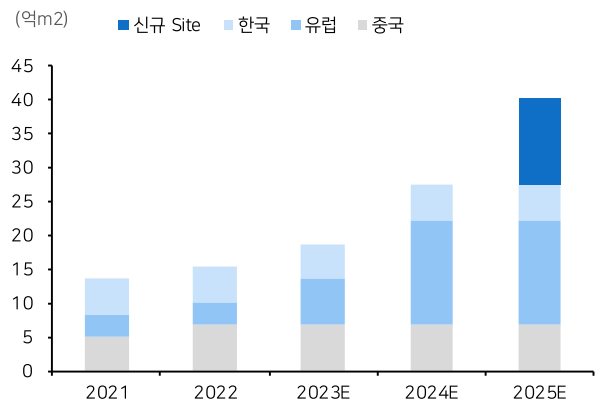
자료: Eikon, 메리츠증권 리서치센터

그림8 SK On의 생산 Capa 전망



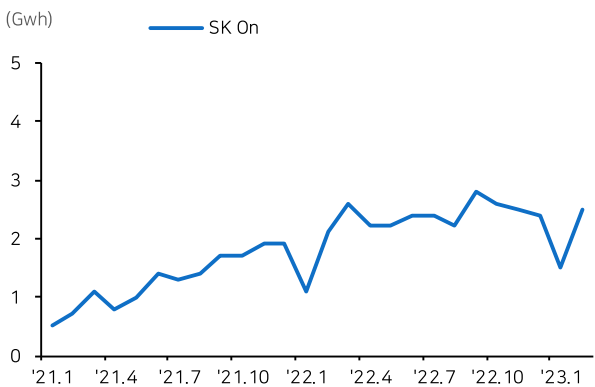
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림9 SK leT의 생산 Capa 전망



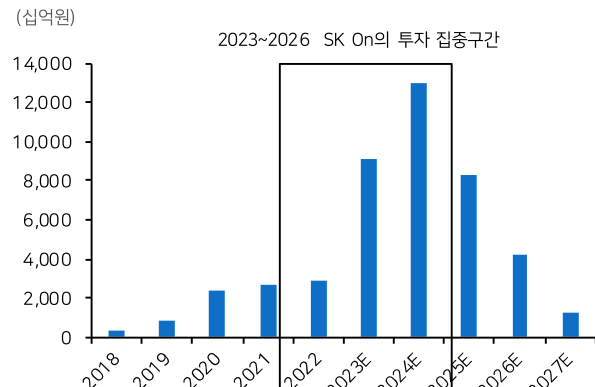
자료: SK leT, 메리츠증권 리서치센터

그림10 SK On의 글로벌 배터리 출하량



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림11 SK On의 연간 Capex 전망



자료: SK On, 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	46,853.4	78,056.9	74,698.2	80,974.5	92,923.6
매출액증가율 (%)	35.6	66.6	-4.3	8.4	14.8
매출원가	42,672.1	71,029.7	69,980.9	74,986.5	83,353.0
매출총이익	4,181.3	7,027.2	4,717.2	5,988.0	9,570.5
판매관리비	2,439.6	3,109.9	2,762.8	2,712.6	3,113.1
영업이익	1,741.7	3,917.3	1,954.4	3,275.4	6,457.5
영업이익률	3.7	5.0	2.6	4.0	6.9
금융손익	-741.5	-1,009.6	-854.5	-909.7	-1,079.7
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	1,250.6	2,481.9	5,512.8
법인세비용	373.7	965.0	491.3	652.0	1,447.7
당기순이익	488.5	1,895.2	759.4	1,830.0	4,051.3
지배주주지분 순이익	292.1	1,569.0	490.9	1,403.0	3,106.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	21,481.7	31,966.7	33,465.5	35,411.0	32,701.6
현금및현금성자산	3,423.8	9,479.1	11,765.8	11,548.6	5,920.9
매출채권	4,248.7	6,278.8	6,550.7	7,203.6	8,084.6
재고자산	7,849.1	11,857.7	11,492.3	12,637.7	14,183.4
비유동자산	28,063.3	35,252.3	41,161.1	47,612.7	56,130.1
유형자산	19,337.5	25,110.6	31,059.3	37,153.1	45,123.0
무형자산	1,906.9	2,077.7	1,969.9	1,822.4	1,688.0
투자자산	4,929.6	5,518.0	5,616.1	6,121.4	6,803.3
자산총계	49,544.9	67,218.9	74,626.6	83,023.7	88,831.6
유동부채	14,512.5	27,557.2	30,887.0	35,094.3	36,635.2
매입채무	5,661.2	9,146.4	8,968.4	9,862.3	11,068.5
단기차입금	864.1	7,558.6	8,648.9	10,228.9	10,208.9
유동성장기부채	1,830.8	4,839.6	6,314.1	6,614.1	6,114.1
비유동부채	15,411.8	16,419.4	18,409.8	20,769.6	20,985.4
사채	10,106.0	8,419.7	8,694.1	9,094.1	9,094.1
장기차입금	3,305.8	4,984.0	6,569.0	8,369.0	8,369.0
부채총계	29,924.3	43,976.6	49,296.7	55,863.9	57,620.6
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
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	11,520.1	12,923.1	16,029.1
비지배주주지분	2,309.8	3,590.7	4,587.9	5,014.8	5,960.0
자본총계	19,620.7	23,242.3	25,329.8	27,159.7	31,211.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-495.5	406.6	3,531.4	3,393.8	6,010.1
당기순이익(손실)	488.5	1,895.2	759.4	1,830.0	4,051.3
유형자산상각비	1,408.3	1,616.3	2,053.2	1,776.2	2,310.1
무형자산상각비	105.5	176.8	168.2	147.6	134.4
운전자본의 증감	-2,585.5	-4,270.4	912.2	-360.0	-485.7
투자활동 현금흐름	-4,110.7	-5,123.3	-6,880.5	-8,494.1	-11,122.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,175.2	-6,776.6	-7,660.4	-7,870.0	-10,280.0
투자자산의 감소(증가)	-181.5	-586.1	-29.7	-505.3	-681.9
재무활동 현금흐름	5,029.7	10,507.2	5,565.7	4,883.2	-515.7
차입금의 증감	2,682.3	9,861.1	5,051.4	4,883.2	-515.7
자본의 증가	1,755.7	500.4	711.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	483.2	6,055.3	2,286.7	-217.1	-5,627.8
기초현금	2,940.7	3,423.8	9,479.1	11,765.8	11,548.6
기말현금	3,423.8	9,479.1	11,765.8	11,548.6	5,920.9

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	506,712	844,173	807,849	875,726	1,004,953
EPS(지배주주)	3,158	16,968	5,309	15,173	33,591
CFPS	27,048	62,315	40,670	57,568	97,666
EBITDAPS	35,207	61,758	45,161	56,228	96,273
BPS	184,720	209,698	221,333	236,303	269,447
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	75.5	9.1	36.3	12.7	5.7
PCR	8.8	2.5	4.7	3.4	2.0
PSR	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.3	0.7	0.9	0.8	0.7
EBITDA	3,255.4	5,710.5	4,175.8	5,199.2	8,901.9
EV/EBITDA	10.6	6.0	10.1	9.1	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.8	8.5	2.4	6.5	13.1
EBITDA 이익률	6.9	7.3	5.6	6.4	9.6
부채비율	152.5	189.2	194.6	205.7	184.6
금융비용부담률	0.8	0.8	1.5	1.6	1.5
이자보상배율(x)	4.4	6.1	1.8	2.6	4.8
매출채권회전율(x)	13.9	14.8	11.6	11.8	12.2
재고자산회전율(x)	8.0	7.9	6.4	6.7	6.9

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	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

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.27	산업분석	Buy	365,000	노우호	-35.5	-19.0	
2022.05.27	1년 경과				-47.9	-33.2	
2022.10.12	산업브리프	Buy	295,000	노우호	-43.8	-35.8	
2023.02.06	산업분석	Buy	250,000	노우호	-33.3	-20.9	
2023.04.11	기업브리프	Buy	290,000	노우호	-	-	