

SK 이노베이션

(096770)

과매도 구간

투자의견	BUY (유지)
목표주가	200,000 원(유지)
현재주가	120,800 원(2/6)
시가총액	12,159 (십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

- 투자 의견 BUY, 목표주가 200,000원 유지. EV 수요 둔화 영향에도 전일 발표된 자사주 소각(4.9%)과 非배터리 사업 실적을 고려하면 현재 주가 레벨은 과매도 구간이라 판단. 실적과 동행하는 완만한 주가 회복 기대
- 4Q23 매출액 20조원(-2%qoq, +2%yoy), 영업이익 726억원(-95%qoq, 흑전yoy), 당기순손실 109억원(적전qoq, 적지yoy)으로 낮아진 영업이익 컨센서스에 부합하는 실적. 경기보수 및 유가 하락으로 인한 레깅 영향이 5천억원을 상회한 점을 고려할 때 선방한 실적이라 판단. 배터리는 매출액 2.7조원, 영업손실 186억원(OPM -0.7%)으로 당사 전망을 상회했으며, 판가(-6%), 물량(-11%) 부진에도 생산성 향상으로 기타비용 감소(13 → 6달러/kWh) 추정
- 1Q24 전사 매출액 17조원(-14%qoq, -13%yoy), 영업이익 4,049억원(+458%qoq, +8%yoy) 전망. 컨퍼런스콜에서 발표된 SK On 흑자전환 시기는 2H24이며, 상반기(유럽, 중국) 신규 공장 가동으로 비용 부담 지속 예상. Lessons learned로 인한 초기 수율 개선과 비용 통제 및 AMPC를 반영한 흑자 전환 시기는 4Q24로 추정

주가(원,2/6)	120,800
시가총액(십억원)	12,159
발행주식수(천주)	100,656
52주 최고가(원)	229,500
최저가(원)	107,500
52주 일간 Beta	1.52
60일 일평균거래대금(억원)	542
외국인 지분율(%)	21.7
배당수익률(2023F, %)	0.0

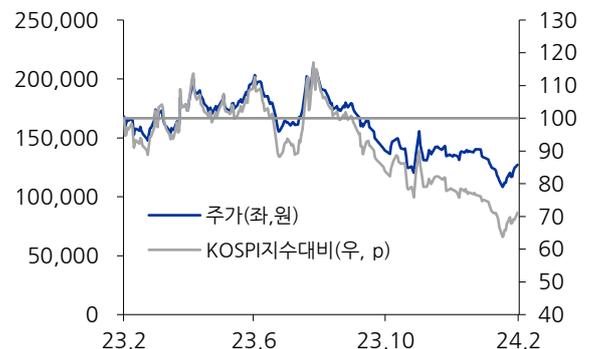
주주구성(%)	
SK(외 13인)	34.5
국민연금공단(외 1인)	7.2

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-9.4	-39.5	-33.8
절대기준	-9.5	-40.5	-28.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	-
목표주가	200,000	200,000	-
영업이익(24)	2,630	2,453	▲
영업이익(25)	3,651	3,312	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	78,057	77,288	70,383	73,679
영업이익	3,917	1,904	2,630	3,651
세전손익	2,860	924	1,548	2,524
당기순이익	1,895	546	1,058	1,710
EPS(원)	16,969	2,695	7,440	11,418
증감률(%)	437.2	-84.1	176.1	53.5
PER(배)	9.1	44.8	16.2	10.6
ROE(%)	8.5	1.3	3.8	5.5
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	5.3	7.6	6.8	5.8

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A - 배터리]

Q. SKon '24 년 가이드선스

- EV 수요 소폭 둔화, 중장기적으로는 연비규제, EV 라인업 확대 등으로 지속 성장 예상
- 연간 판매량 증가 추세 이어갈 것으로 기대
- 1H24 출하량 감소 예상되어 생산량 조절 중. 메탈가 래깅으로 수익성 악화 전망
- 2H24 오토론금리 하락, 출하량 회복 등으로 실적 개선 기대. 영업이익 BEP 목표

Q. SKon '24 년 CAPEX

- 약 9조원 투자 예정 (배터리 7.5조원, 이외 사업부 경상+전략 1.5조원)
- '25년부터 CAPEX 현저히 감소 전망
- 배터리 투자는 포드, 현대 JV에 집중
 - 포드 DOE 정책자금 조달 계획 진행 중
 - 현대 JV 각사 지분을 수준의 파트너링, 에퀴티 투자 통해 상당 부분 충당 예정

Q. 수율 안정화 기간

- 헝가리, 중국 공장은 고수율 사이트 근처에 위치. 조기에 수율 안정화 달성 전망
- 코어 팀 초반 집중 투입해 램프업 계획
- 실시간 모니터링 시스템 도입해 적기 조치 예정
- 기존 계획 대비 수율안정화 기간 2개월 이상 단축 예정

Q. (FEOC) 공급망 재편 필요 여부

- 이미 북미사업 진출 초기부터 주요 부품의 밸류체인 현지화 추진 & 필요 시 직/간접 투자 검토
- 다양한 방식으로 FEOC 의존도 축소 중
- 리튬은 칠레 호주 메이저 업체로부터 OEM 수요에 따라 물량 확보 진행 중
- 니켈/코발트 IRA 충족 가능한 밸류체인으로 양극재 생산지 변경 검토 중
- 전구체 탈중국화, 현지화 추진, 중간제 확보, 리사이클 활용 가능성 검토 중

Q. 추가 수주 예상 규모

- '23년 말 수주잔고 400조원 이상 달성 (+110조원 yoy)
- 현대차, 포드 등 OEM의 신규 수출 프로그램 지속 추진 중

Q. (EV 수요 둔화) 헝가리, 중국 계획 업데이트

- 금년까지 연청, 헝가리 증설 완료 예정
- 포드 BOSK JV, 현대 JV 등으로 '23~'24년 대부분 CAPEX 소요 예정
- BOSK1(테네시) 계획된 SOP 목표 차질 없이 진행 중
- BOSK2 예비 파트너와 지연 협의. SOP 시점 논의 중
- 투자 시점 유연하게 조정 계획

Q. 향후 기술개발 로드맵

- Mid-Ni, LFP, 원통형 등 다양한 폼팩터/케미스트리 개발 + 하이엔드 NCM 집중 유연한 대응 추구
- 다양한 요구사항 대응 위해 46 계열 원통형 개발 진행 중
- 양산 시기, 제품 형태, 투자 규모 등은 고객 규모 등 고려해 결정 계획

[컨퍼런스콜 Q&A - 기타]**Q. 정유 '24년 수요, 증설**

- 중국, 인도 중심 견조한 수요 전망
- 연간 수요 150만 b/d 증가, 순증설 66만 b/d 전망
- 역외 순증설이 많아 역내 영향은 제한적일 것
- 항공유(중국, 동남아), 경유(인프라) 중심의 수요 증가 전망

Q.(운할기유) 중국인도 증설 영향

- 중국, 인도 신증설 계획 발표 중이나, 안정적 생산운영까지는 시간 필요
- 글로벌 메이저 고객에 납품 위해서는 배합식 인증 과정 필수적. 단기적으로 큰 영향 없을 것

Q.(운할기유) EV 확대에 따른 수요감소 우려

- 전기차 시장 확산에 따른 수요 감소 우려 인지 중
- 당사 제품은 환경규제(연비) 충족&고품질의 Group III 로, 수요 지속 증가 중
- Group III 수요 성장세 전망은 여전히 유효

Q. 중국 17/03 광구 이익기여

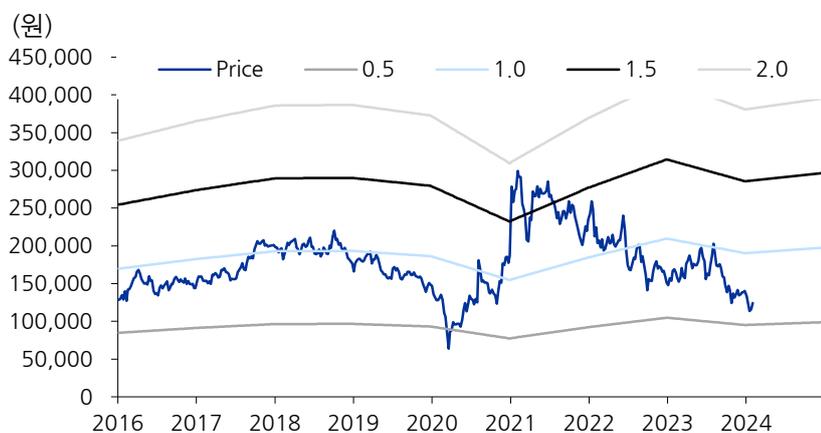
- 4Q23 17/03 광구 이익기여도는 전체 생산광구의 약 20%
- 총 13공의 생산정 시추 계획. '23년 말 기준 5개 생산정에서 약 2만b/d 생산 중
- '24.7까지 13개 생산정으로 시추 확대 시 생산량 3만b/d까지 증가 전망
- '24년 연간 생산량 1천만배럴, 현재 유가 기준 2,500억원 이익 창출 전망
- '33년까지 4,600만b/d 생산 가능할 전망
- 올해 초 추가 매장량 확보 위한 파일럿 well 시추 진행 完 결과에 따라 매장량 증가 가능성

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)	수정전		수정후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	72,268	74,736	70,383	73,679	(2.6)	(1.4)
영업이익	2,453	3,312	2,630	3,651	7.2	10.2
영업이익률(%)	3.4	4.4	3.7	5.0	0.3	0.5
EBITDA	5,561	6,980	5,722	6,918	2.9	(0.9)
EBITDA 이익률(%)	7.7	9.3	8.1	9.4	0.4	0.1
순이익	1,133	1,681	1,058	1,710	(6.6)	1.7

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 1. SK 이노베이션 실적 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
매출액	19,143	18,727	19,889	19,529	16,724	17,416	17,742	18,500	77,288	70,383	73,679
에너지	11,607	10,743	12,323	12,878	10,883	11,117	11,110	11,210	47,551	44,320	40,910
화학	2,535	2,857	2,900	2,452	2,072	2,117	2,115	2,134	10,744	8,439	8,270
운할유	1,302	1,110	1,187	1,094	1,079	1,087	1,079	1,081	4,693	4,326	3,732
분리막	42	52	48	50	51	53	56	58	193	218	317
배터리	3,305	3,696	3,173	2,723	2,301	2,697	3,031	3,656	12,897	11,685	19,250
영업이익	375	(107)	1,563	73	405	580	735	911	1,904	2,630	3,651
에너지	275	(411)	1,113	(165)	232	348	366	376	811	1,322	1,877
화학	109	170	237	0	120	122	124	124	517	491	511
운할유	259	260	262	217	244	249	250	254	998	997	798
분리막	(4)	(0)	4	12	3	3	4	4	11	14	52
배터리	(345)	(132)	(86)	(19)	(223)	(173)	(39)	121	(581)	(314)	294
OPM(%)	2.0	(0.6)	7.9	0.4	2.4	3.3	4.1	4.9	2.5	3.7	5.0
에너지	2.4	(3.8)	9.0	(1.3)	2.1	3.1	3.3	3.4	1.7	3.0	4.6
화학	4.3	6.0	8.2	0.0	5.8	5.8	5.9	5.8	4.8	5.8	6.2
운할유	19.9	23.4	22.1	19.8	22.7	22.9	23.2	23.5	21.3	23.1	21.4
분리막	(9.4)	(0.2)	7.3	23.2	5.9	6.1	7.2	7.2	5.7	6.6	16.5
배터리	(10.4)	(3.6)	(2.7)	(0.7)	(9.7)	(6.4)	(1.3)	3.3	(4.5)	(2.7)	1.5

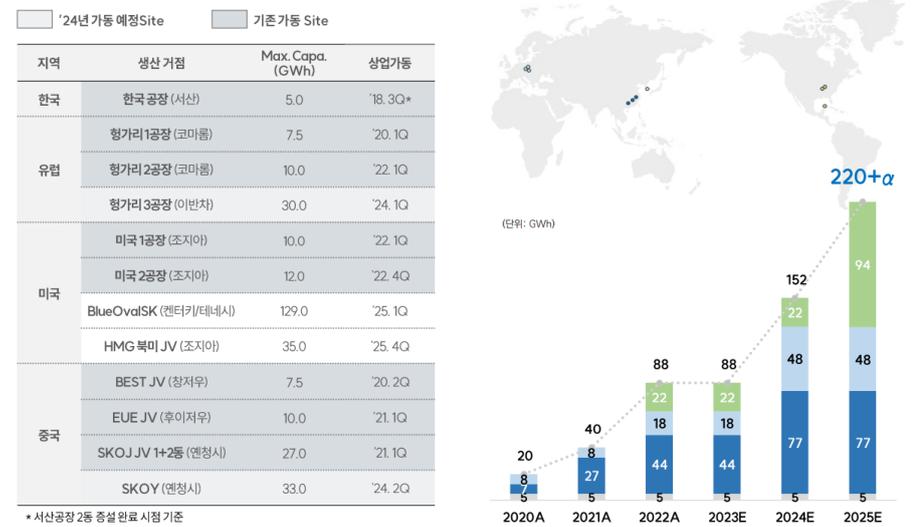
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 2. SK On 실적 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
매출액	3,305	3,696	3,173	2,723	2,301	2,697	3,031	3,656	12,897	11,685	19,250
영업이익	(345)	(132)	(86)	(19)	(223)	(173)	(39)	121	(581)	(314)	294
OPM(%)	-10.4	-3.6	-2.7	-0.7	-9.7	-6.4	-1.3	3.3	-4.5	-2.7	1.5
가정											
CAPA(GWh)	18	18	22	22	30	38	38	38	88	152	220
평균 판가(\$/kWh)	150	165	122	115	101	111	116	121	138	112	140
단위 이익(\$/kWh)	(16)	(6)	(3)	(1)	(10)	(7)	(1)	4	(6)	(4)	2
단위 비용(\$/kWh)	166	171	125	115	111	118	118	117	144	116	138
변동비(\$/kWh)	127	130	93	96	89	93	94	96	111	86	104
고정비(\$/kWh)	39	41	33	19	22	25	23	21	33	30	34

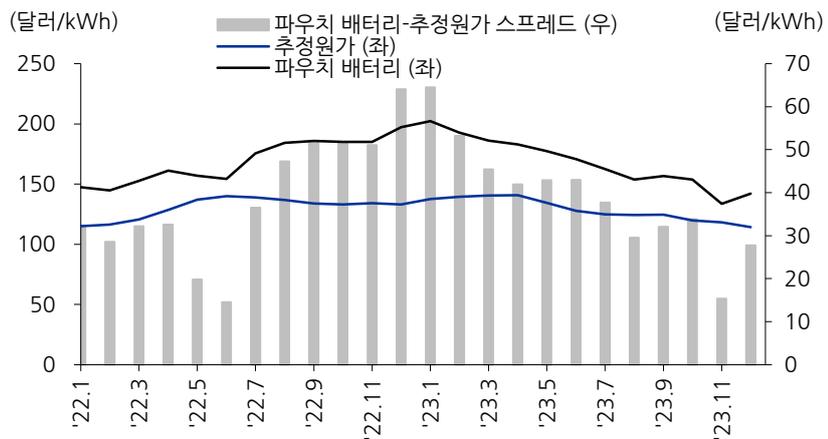
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 3. 배터리 생산능력 전망



자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 4. 파우치 배터리 가중평균 스프레드



자료: KITA, 유진투자증권

SK이노베이션(096770.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	49,545	67,219	60,754	64,318	67,232
유동자산	21,482	31,967	19,375	17,524	18,111
현금성자산	7,484	11,159	2,216	1,822	1,714
매출채권	5,130	8,095	6,548	5,963	6,242
재고자산	7,849	11,858	9,756	8,885	9,301
비유동자산	28,063	35,252	41,379	46,795	49,121
투자자산	6,819	8,064	8,037	7,790	7,907
유형자산	19,337	25,111	31,168	36,733	38,843
기타	1,907	2,078	2,175	2,272	2,370
부채총계	29,924	43,977	39,321	42,197	44,055
유동부채	14,512	27,557	25,887	24,749	25,292
매입채무	11,324	14,411	12,741	11,602	12,146
유동성이자부채	2,716	12,435	12,435	12,435	12,435
기타	472	712	712	712	712
비유동부채	15,412	16,419	13,434	17,448	18,763
비유동이자부채	14,772	14,915	11,915	15,915	17,215
기타	639	1,504	1,519	1,534	1,548
자본총계	19,621	23,242	21,433	22,121	23,177
자배지분	17,311	19,652	17,842	18,530	19,586
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	7,698	8,198	8,198	8,198	8,198
이익잉여금	10,199	11,580	11,829	12,517	13,572
기타	(1,054)	(595)	(2,653)	(2,653)	(2,653)
비자배지분	2,310	3,591	3,591	3,591	3,591
자본총계	19,621	23,242	21,433	22,121	23,177
총차입금	17,488	27,349	24,349	28,349	29,649
순차입금	10,004	16,191	22,134	26,528	27,936

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	(495)	407	2,808	4,307	4,012
당기순이익	489	1,895	546	1,058	1,710
자산상각비	1,514	1,793	2,647	3,092	3,267
기타비현금성손익	499	2,074	(2,467)	(270)	(926)
운전자본증감	(2,585)	(4,270)	1,979	318	(152)
매출채권감소(증가)	(1,881)	(2,424)	1,548	585	(279)
재고자산감소(증가)	(4,126)	(4,315)	2,101	872	(416)
매입채무증가(감소)	1,550	(284)	(1,670)	(1,138)	543
기타	1,872	2,753	0	0	0
투자현금	(4,111)	(5,123)	(8,750)	(8,701)	(5,419)
단기투자자산감소	2	27	0	0	0
장기투자증권감소	297	2,001	51	54	56
설비투자	(3,175)	(6,777)	(8,502)	(8,446)	(5,158)
유형자산처분	902	67	0	0	0
무형자산처분	(78)	(288)	(300)	(309)	(318)
재무현금	5,030	10,507	(3,000)	4,000	1,300
차입금증가	1,593	9,019	(3,000)	4,000	1,300
자본증가	(25)	(217)	(0)	0	0
배당금지급	25	217	0	0	0
현금 증감	483	6,055	(8,943)	(394)	(108)
기초현금	2,941	3,424	9,479	536	142
기말현금	3,424	9,479	536	142	34
Gross Cash flow	2,501	5,762	829	3,988	4,164
Gross Investment	6,699	9,421	6,772	8,383	5,571
Free Cash Flow	(4,198)	(3,659)	(5,943)	(4,394)	(1,408)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	46,853	78,057	77,288	70,383	73,679
증가율(%)	35.6	66.6	(1.0)	(8.9)	4.7
매출원가	42,672	71,030	72,104	64,407	66,615
매출총이익	4,181	7,027	5,184	5,976	7,064
판매 및 일반관리비	2,440	3,110	3,280	3,346	3,413
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	1,742	3,917	1,904	2,630	3,651
증가율(%)	흑전	124.9	(51.4)	38.1	38.8
EBITDA	3,255	5,710	4,551	5,722	6,918
증가율(%)	흑전	75.4	(20.3)	25.7	20.9
영업외손익	(923)	(1,057)	(980)	(1,082)	(1,127)
이자수익	64	216	89	28	41
이자비용	394	646	422	658	767
자본법손익	575	4	51	54	56
기타영업외손익	(1,169)	(632)	(699)	(505)	(457)
세전순이익	818	2,860	924	1,548	2,524
증가율(%)	흑전	249.5	(67.7)	67.6	63.1
법인세비용	374	965	377	489	814
당기순이익	489	1,895	546	1,058	1,710
증가율(%)	흑전	288.0	(71.2)	93.7	61.5
지배주주지분	292	1,569	249	688	1,056
증가율(%)	흑전	437.2	(84.1)	176.1	53.5
비지배지분	196	326	297	370	654
EPS(원)	3,159	16,969	2,695	7,440	11,418
증가율(%)	흑전	437.2	(84.1)	176.1	53.5
수정EPS(원)	3,159	16,969	2,695	7,440	11,418
증가율(%)	흑전	437.2	(84.1)	176.1	53.5

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,159	16,969	2,695	7,440	11,418
BPS	184,720	209,698	190,391	197,732	208,998
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	75.5	9.1	44.8	16.2	10.6
PBR	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.9	5.3	7.6	6.8	5.8
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	8.9	2.5	13.7	2.8	2.7
수익성(%)					
영업이익률	3.7	5.0	2.5	3.7	5.0
EBITDA이익률	6.9	7.3	5.9	8.1	9.4
순이익률	1.0	2.4	0.7	1.5	2.3
ROE	1.8	8.5	1.3	3.8	5.5
ROIC	4.1	8.8	3.1	4.4	5.5
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	51.0	69.7	103.3	119.9	120.5
유동비율	148.0	116.0	74.8	70.8	71.6
이자보상배율	4.4	6.1	4.5	4.0	4.8
활동성(회)					
총자산회전율	1.1	1.3	1.2	1.1	1.1
매출채권회전율	11.5	11.8	10.6	11.3	12.1
재고자산회전율	8.0	7.9	7.2	7.6	8.1
매입채무회전율	5.0	6.1	5.7	5.8	6.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자 의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자 의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

