

SK 이노베이션(096770)

배터리 흑자전환은 언제

Analyst 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

2023.02.08

4Q22 Review

투자의견: **BUY** (유지)

목표주가: **216,000**원(하향)

현재주가: 162,600원(2/7)

시가총액: 15,035(십억원)

4Q22 Review: 매출액 19 조원, 영업적자 6,833 억원(영업이익률 -4%)

매출액 19 조원(-16%qoq, +40%yoy), 영업손실 6,833 억원(적전 qoq, 적전 yoy), 당기순손실 3,868 억원(적전 qoq, 적전 yoy)으로 시장 컨센서스를 하회하는 어닝 쇼크 기록. 국제유가, 환율 하락으로 재고평가손실 확대, 배터리 실적 악화가 주요 이유. 2022 년 기말 주당배당금은 5,840 원으로 발표

배터리 사업 매출액 2.9 조원, 영업이익 -2,566 억원(OPM -9%) 기록. 배터리 캐파는 연간 기준 82% 증가하나, 공장 초기 가동으로 인한 수율 저하로 실질 설비 이용률은 70% 수준으로 추정(-20%p qoq). 이 영향으로 고정비가 증가하며 분기 적자 +1,077 억원 확대. 메탈가 조정으로 인한 변동비와 판가 하락에도 물량이 41% 증가하며 분기 매출액은 2.9 조원으로 최대치 시현

정유 사업은 국제유가와 환율 급락으로 인해 재고평가손실이 3Q 대비 3,575 억원 확대되었으며, 월말 유가 급락으로 래깅 정제마진도 부정적으로 작용되어 적자 확대. 화학 사업도 부진한 시황 유지되며 적자 전환. 윤활유 사업은 마진이 소폭 감소했으나, 낮게 유지 중인 Heavy crude 로 인한 원가 절감으로 영업이익률 20% 달성

1Q23 매출액은 17 조원(-12%qoq, +4%yoy), 영업이익 4,328 억원(흑전 qoq, -74%yoy) 전망. 정유/화학 중심으로 흑자전환, 적자 축소되며 실적 개선 전망. 배터리는 영업적자 2 천억원으로 추정. SK On 의 영업 흑자 전환 가이던스가 2024 년으로 연기되며 배터리 가치가 증가에 반영되는데 시간이 걸릴 것이라 판단. 당사 추정 2023 년 SK On 실적은 매출액 13 조원, 영업손실 4,865 억원이며, 배터리 영업가치는 10 조원으로 산정

목표주가 216,000 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

배터리 흑자 전환 시기 지연을 반영해 EV 배터리 영업가치 하향 조정, 차입금 증가를 반영해 목표주가가도 기존 300,000 원에서 28% 하향한 216,000 원으로 수정 제시. 전사 기준 연간 투자비는 10 조원으로 계획되어 있으며, 현재 정유 업황 강세를 감안해도 차입금 증가는 지속될 전망. 미국 IRA 수혜 기대감 및 Peer 대비 낮은 주가 레벨을 감안해 투자의견 BUY 는 유지

결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	34,550	46,843	78,057	76,076	73,794
영업이익(십억원)	-2,420	1,754	3,999	2,804	2,167
세전계속사업손익(십억원)	-2,758	831	2,942	1,723	1,024
당기순이익(십억원)	-2,147	501	1,990	1,292	768
EPS(원)	(23,498)	3,294	17,997	11,877	7,058
증감률(%)	적지	흑전	446.3	(34.0)	(40.6)
PER(배)	-	72.4	9.0	13.7	23.0
ROE(%)	(13.6)	1.9	9.7	6.3	3.6
PBR(배)	1.2	1.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	-	9.9	5.2	6.8	8.1

자료: 유진투자증권

발행주식수	92,466천주
52주 최고가	246,000원
최저가	142,500원
52주 일간 Beta	1.64
3M 일평균거래대금	562억원
외국인 지분율	25.8%
배당수익률(2022F)	0.0%

주주구성	
SK (외 2인)	33.8%
자사주(외 1인)	8.9%

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	13.6	-3.7	-25.0

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	216,000	300,000	▼
영업이익(22)	3,999	5,573	▼
영업이익(23)	2,804	2,904	▼

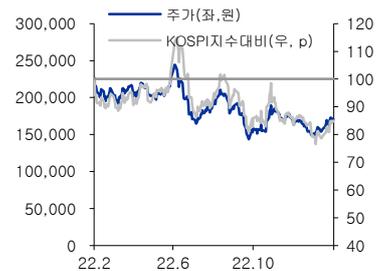


도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)	수정전		수정후		변경률	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	74,752	60,549	78,057	76,076	4.4	25.6
영업이익	5,573	2,904	3,999	2,804	(28.2)	(3.4)
영업이익률(%)	7.5	4.8	5.1	4.8	(2.3)	0.0
EBITDA	7,713	5,438	6,163	5,502	(20.1)	1.2
EBITDA 이익률(%)	10.3	9.0	7.9	7.2	(2.4)	(1.7)
순이익	2,750	1,265	2,942	1,723	7.0	36.2

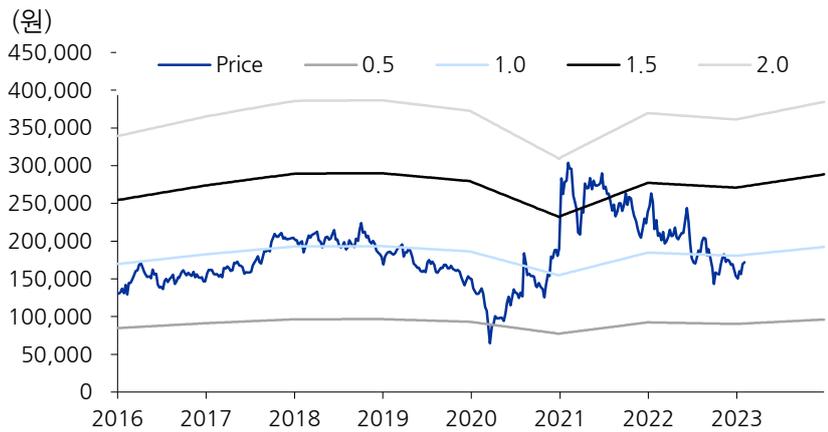
자료: 유진투자증권

도표 2. 목표주가 산정 내역

(십억원)	사업부문	사업가치	비고
(a) 영업가치	정유/화학/운활유	20,548	12M FWD EBITDA 에 EV/EBITDA 4.5 배 적용 (S-OIL Target multiple)
	배터리	10,138	12M FWD EBITDA 에 EV/EBITDA 40 배 적용
	분리막	4,575	2023 년 EV 에 지분 61% 적용
	E&P	2,597	EV/EBITDA 6 배 적용
	합계	37,858	
(b) 비영업가치		2,123	기타 순자산 합계 50% 할인
(c) 순차입금		22,187	2023 년 기준
(d) 합계		17,794	
(e) 발행주식수(천주)		82,335	
적정주가(원)		216,118	
목표주가(원)		216,000	

자료: 유진투자증권

도표 3. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 1. SK 이노베이션 실적 추정

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2021	2022	2023
매출액	16,262	19,905	22,753	19,137	16,852	18,168	20,258	21,017	46,843	78,057	76,076
에너지	10,643	14,016	15,769	12,154	10,233	11,214	12,454	13,146	29,597	52,582	47,047
화학	2,806	2,893	2,912	2,416	2,034	2,229	2,476	2,613	9,543	11,027	9,352
운활유	1,043	1,228	1,415	1,296	1,078	1,159	1,315	1,315	3,351	4,982	4,866
분리막	68	62	63	43	51	54	56	59	344	235	220
배터리	1,260	1,288	2,194	2,876	3,103	3,160	3,605	3,531	3,040	7,618	13,399
영업이익	1,649	2,329	704	(683)	433	640	886	845	1,754	3,999	2,804
에너지	1,507	2,229	317	(661)	262	402	492	373	1,162	3,391	1,528
화학	31	76	108	(88)	(11)	35	70	85	162	127	179
운활유	212	255	336	268	323	328	329	329	961	1,071	1,308
분리막	(3)	(13)	(27)	(5)	(2)	3	4	4	81	(48)	9
배터리	(273)	(327)	(135)	(257)	(200)	(192)	(75)	(20)	(684)	(991)	(487)
OPM(%)	10.1	11.7	3.1	(3.6)	2.6	3.5	4.4	4.0	3.7	5.1	3.7
에너지	14.2	15.9	2.0	(5.4)	2.6	3.6	3.9	2.8	3.9	6.4	3.2
화학	1.1	2.6	3.7	(3.7)	(0.5)	1.6	2.8	3.3	1.7	1.2	1.9
운활유	20.3	20.8	23.8	20.7	29.9	28.3	25.0	25.0	28.7	21.5	26.9
분리막	(4.6)	(20.9)	(43.1)	(11.5)	(3.9)	5.6	6.2	6.8	23.5	(20.4)	3.9
배터리	(21.7)	(25.4)	(6.1)	(8.9)	(6.5)	(6.1)	(2.1)	(0.6)	(22.5)	(13.0)	(3.6)

자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

SK이노베이션(096770.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	38,498	49,557	57,027	63,036	70,410
유동자산	13,295	21,482	21,792	21,377	21,723
현금성자산	5,025	7,484	4,195	4,201	5,032
매출채권	3,040	5,130	6,808	6,635	6,436
재고자산	3,878	7,849	9,771	9,523	9,237
비유동자산	25,203	28,076	35,235	41,658	48,687
투자자산	6,101	6,819	8,256	8,165	8,060
유형자산	17,878	19,350	25,101	31,640	38,796
기타	1,224	1,907	1,878	1,853	1,831
부채총계	23,040	29,924	37,790	42,701	49,751
유동부채	11,015	14,512	18,773	18,377	17,922
매입채무	7,381	11,324	15,584	15,189	14,733
유동성이자부채	3,265	2,716	2,716	2,716	2,716
기타	370	472	472	472	472
비유동부채	12,025	15,412	19,018	24,323	31,829
비유동이자부채	11,541	14,772	18,372	23,672	31,172
기타	483	639	645	651	657
자본총계	15,458	19,633	19,237	20,335	20,659
자본지분	14,540	17,323	16,927	18,025	18,350
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,942	7,698	7,698	7,698	7,698
이익잉여금	9,891	10,211	11,875	12,973	13,298
기타	(1,762)	(1,054)	(3,115)	(3,115)	(3,115)
비자본지분	918	2,310	2,310	2,310	2,310
자본총계	15,458	19,633	19,237	20,335	20,659
총차입금	14,806	17,488	21,088	26,388	33,888
순차입금	9,781	10,004	16,893	22,187	28,856

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	2,851	(483)	942	3,865	4,019
당기순이익	(2,147)	501	1,990	1,292	768
자산상각비	1,367	1,514	2,164	2,698	3,283
기타비현금성손익	(224)	499	(3,975)	(257)	(173)
운전자본증감	4,272	(2,585)	661	25	29
매출채권감소(증가)	1,817	(1,881)	(1,677)	173	199
재고자산감소(증가)	2,635	(4,126)	(1,922)	248	286
매입채무증가(감소)	(2,679)	1,550	4,260	(396)	(456)
기타	2,500	1,872	0	0	0
투자현금	(4,129)	(4,123)	(7,835)	(9,159)	(10,361)
단기투자자산감소	(35)	2	0	0	0
장기투자증권감소	192	297	51	54	56
설비투자	(3,763)	(3,188)	(7,806)	(9,129)	(10,331)
유형자산처분	6	902	0	0	0
무형자산처분	(114)	(78)	(81)	(83)	(86)
재무현금	2,145	5,030	3,604	5,300	7,172
차입금증가	2,438	1,593	3,600	5,300	7,500
자본증가	(645)	(25)	4	0	(328)
배당금지급	149	25	0	0	328
현금 증감	745	483	(3,289)	6	831
기초현금	2,196	2,941	3,424	135	141
기말현금	2,941	3,424	135	141	971
Gross Cash flow	(1,004)	2,513	281	3,840	3,990
Gross Investment	(179)	6,711	7,175	9,134	10,332
Free Cash Flow	(825)	(4,198)	(6,893)	(5,294)	(6,341)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	34,550	46,843	78,057	76,076	73,794
증가율(%)	(29.9)	35.6	66.6	(2.5)	(3.0)
매출원가	34,878	42,649	71,027	70,180	68,628
매출총이익	(328)	4,194	7,030	5,896	5,166
판매 및 일반관리비	2,093	2,440	3,031	3,092	2,999
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	(2,420)	1,754	3,999	2,804	2,167
증가율(%)	적전	흑전	128.0	(29.9)	(22.7)
EBITDA	(1,053)	3,268	6,163	5,502	5,449
증가율(%)	적전	흑전	88.6	(10.7)	(1.0)
영업외손익	(338)	(923)	(1,057)	(1,082)	(1,143)
이자수익	68	64	49	65	63
이자비용	354	394	422	658	767
자본법손익	(29)	575	51	54	56
기타영업손익	(24)	(1,169)	(735)	(542)	(495)
세전순이익	(2,758)	831	2,942	1,723	1,024
증가율(%)	적전	흑전	254.0	(41.4)	(40.6)
법인세비용	(598)	374	952	431	256
당기순이익	(2,147)	501	1,990	1,292	768
증가율(%)	적전	흑전	297.2	(35.1)	(40.6)
지배주주지분	(2,173)	305	1,664	1,098	653
증가율(%)	적지	흑전	446.3	(34.0)	(40.6)
비지배지분	26	196	326	194	115
EPS(원)	(23,498)	3,294	17,997	11,877	7,058
증가율(%)	적지	흑전	446.3	(34.0)	(40.6)
수정EPS(원)	(23,498)	3,294	17,997	11,830	7,013
증가율(%)	적지	흑전	446.3	(34.3)	(40.7)

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(23,498)	3,294	17,997	11,877	7,058
BPS	155,153	184,853	180,621	192,340	195,804
DPS	0	0	5,840	3,500	3,300
밸류에이션(배, %)					
PER	-	72.4	9.0	13.7	23.0
PBR	1.2	1.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	-	9.9	5.2	6.8	8.1
배당수익률	0.0	0.0	3.6	2.2	2.0
PCR	-	8.9	54.1	4.0	3.8
수익성(%)					
영업이익률	(7.0)	3.7	5.1	3.7	2.9
EBITDA이익률	(3.0)	7.0	7.9	7.2	7.4
순이익률	(6.2)	1.1	2.5	1.7	1.0
ROE	(13.6)	1.9	9.7	6.3	3.6
ROIC	(8.1)	4.2	9.6	6.1	3.9
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	63.3	51.0	87.8	109.1	139.7
유동비율	120.7	148.0	116.1	116.3	121.2
이자보상배율	(6.8)	4.5	9.5	4.3	2.8
활동성(회)					
총자산회전율	0.9	1.1	1.5	1.3	1.1
매출채권회전율	8.6	11.5	13.1	11.3	11.3
재고자산회전율	6.7	8.0	8.9	7.9	7.9
매입채무회전율	4.6	5.0	5.8	4.9	4.9

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 제3자에게 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/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2022.12.31 기준)

