

## Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 236,000원

현재가 (3/22) 160,800원

KOSPI (3/22)	2,416.96pt
시가총액	14,993십억원
발행주식수	93,714천주
액면가	5,000원
52주 최고가	244,000원
최저가	143,500원
60일 일평균거래대금	91십억원
외국인 지분율	24.4%
배당수익률 (2023F)	0.0%

주주구성	
SK 외 36 인	33.79%
국민연금공단	8.31%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	1%	-12%	-15%
절대기준	1%	-8%	-24%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	236,000	236,000	-
EPS(23)	5,892	17,712	▼
EPS(24)	11,905	20,721	▼

### SK이노베이션 주가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# SK이노베이션 (096770)

## 헝가리/미국 플랜트의 수율이 개선되고 있다

### 올해 1분기 영업이익, 전 분기에 이어 적자지속 전망

SK이노베이션의 올해 1분기 영업이익은 -1,424억원을 기록하며, 시장 기대치를 하회할 전망이다. 운환기유가 여전히 높은 수익성을 기록하고 있고, PX/벤젠 등 방향족 스프레드가 개선되고 있으나, 유가 하락으로 정유부문의 대규모 재고평가손실이 발생할 전망이다. 생산차질/성과급 지급과 비수기 영향으로 배터리부문의 적자 확대가 예상되기 때문이다. 또한 분리막 중속회사도 FCW 적자 지속 등으로 전 분기에 이어 적자를 유지할 것으로 전망된다.

### 작년 증설한 헝가리/미국 배터리 플랜트의 가동률/수율 개선 움직임

문제가 되었던 작년에 증설한 헝가리 No.2(10GWh), 미국 No.1(10GWh), No.2(12GWh) 배터리 플랜트의 수율과 가동률이 최근 개선세에 있다. 작년 고객사 모듈 문제로 인한 헝가리 플랜트의 저조한 수율은 현재 80%를 상회한 것으로 보인다. 또한 미국 플랜트는 F-150 배터리 이슈로 단기적으로 생산을 중단하였으나, 3월부터 정상 가동 중에 있다. 올해 1분기를 저점으로 2분기부터 신차 출시 확대 및 수율/가동률 개선으로 영업이익의 개선 움직임이 나타날 전망이다. 한편 IRA 효과를 고려 시 추가적인 이익 증가가 예상되며, 동사는 IRA 적용으로 올해부터 2025년까지 4조원의 수혜가 발생할 것으로 계산하고 있다. 참고로 Top-Tier 국내 경쟁사도 폴란드 라인의 정상 수율을 잡는데 2~3년의 시간이 걸렸었다.

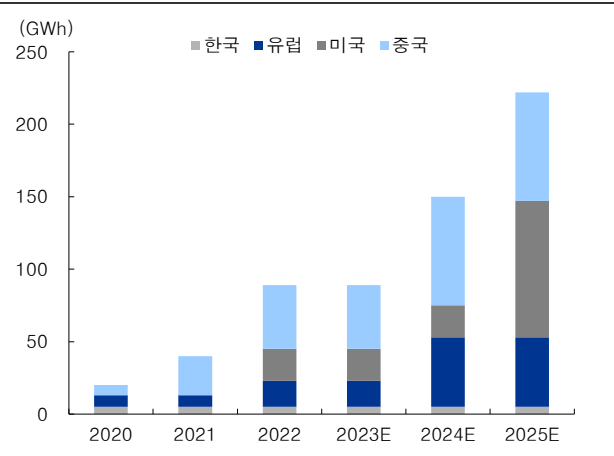
### 방향족 마진의 추가적인 상승 전망

PX 스프레드가 최근 강세를 기록하며, 화학부문 실적 개선에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 휘발유 크랙이 견조한 수준을 기록하고 있고, 다운스트림인 폴리에스터의 가동률이 견고한 가운데, 역내 PX 업체/크래커들의 정기보수가 진행되고 있기 때문이다. 2분기 이후 드라이빙 시즌 도래로 인한 휘발유 스프레드의 추가적인 개선이 예상되는 가운데, 경쟁사들의 정기보수 확대로 PX/벤젠 등 동사 화학 방향족부문의 실적 개선이 완연할 전망이다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	46,853	78,057	72,787	70,700	77,769
영업이익	1,742	3,917	1,306	2,369	3,299
세전이익	818	2,860	787	1,589	2,559
지배주주순이익	292	1,569	552	1,116	1,796
EPS(원)	3,117	16,743	5,892	11,905	19,167
증가율(%)	-113.4	437.2	-64.8	102.1	61.0
영업이익률(%)	3.7	5.0	1.8	3.4	4.2
순이익률(%)	1.0	2.4	0.8	1.8	2.6
ROE(%)	1.8	8.5	2.8	5.4	8.1
PER	76.5	9.2	27.3	13.5	8.4
PBR	1.3	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.6	6.0	11.6	8.5	7.3

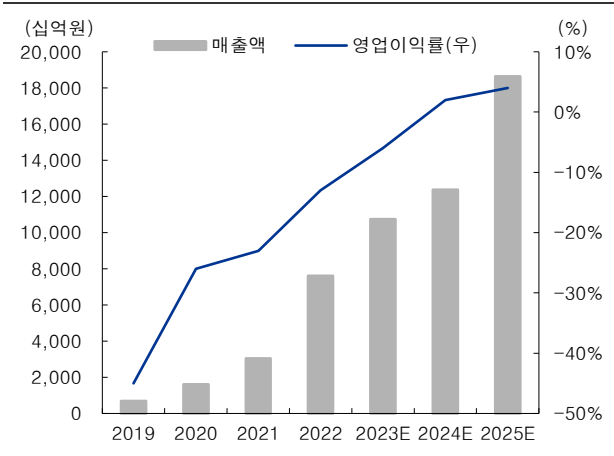
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. SK이노베이션 배터리 생산능력 추이/전망



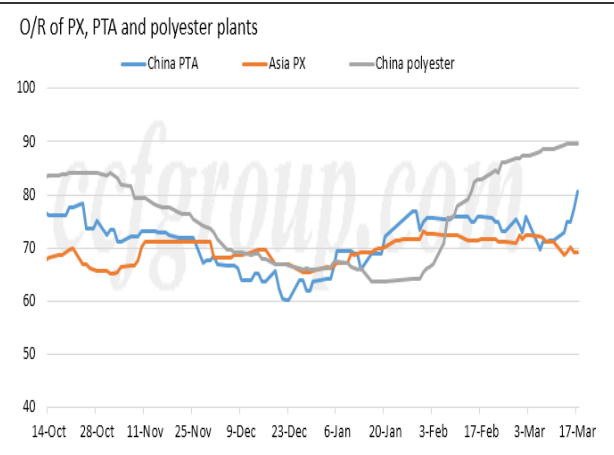
자료: SK이노베이션, IBK투자증권

그림 2. SK이노베이션 배터리 실적 추이/전망



자료: SK이노베이션, IBK투자증권

그림 3. 역대 PX/PTA/폴리에스터 플랜트 가동률 추이



자료: CCFG, IBK투자증권

표 1. 역대 PX 업체 정기보수 계획

업체	생산능력(천톤)	정기보수 기간
Sinopec Jinling	700	End-Mar to early May, O/R cut
CNOOC Huizhou	950	Mar 15, 50 days
Sinopec Luoyang	230	Delayed to mid-May
CNPC Liaoyang	700	Early Apr, 1 and a half months
CNPC Urumqi	1000	Mid-Apr to late Jun
Weilian Chemical	2000	Apr-May, 2 months
Fuhaichuang	1600	Q2, 1 and a half months
ZPC	4000	Q2
GS	400	Mar 18 to late Apr
GS 3#	550	Mar 8 to early May
NSRP	700	Shut in end-Feb and restarted in late Mar; t/a delayed from Mar to Aug
Hengyi Brunei	1500	Mar 12, 45 days
TPPI	550	Feb 23 to end-Mar

자료: CCFG, IBK투자증권

표 1. SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020*	2021*	2022	2023E
매출액	16,262	19,905	22,753	19,137	17,164	17,642	19,025	18,955	34,550	46,843	78,057	72,787
석유사업	10,643	14,016	15,769	12,154	11,150	11,612	11,740	11,066	22,638	29,597	52,582	45,569
화학사업	2,806	2,893	2,912	2,416	2,656	2,565	2,547	2,166	7,054	9,543	11,027	9,933
유탄사업	1,043	1,288	1,415	1,296	1,066	1,089	1,061	1,038	2,371	3,351	5,042	4,254
기타 및 조정	1,770	1,708	2,658	3,271	2,292	2,376	3,677	4,685	2,487	4,352	9,407	13,031
영업이익	1,649	2,329	704	-765	-142	317	678	454	-2,420	1,766	3,917	1,306
%OP	10.1	11.7	3.1	-4.0	-0.8	1.8	3.6	2.4	-7.0	3.8	5.0	1.8
석유사업	1,507	2,229	317	-661	-86	208	492	158	-2,223	1,160	3,391	773
화학사업	31	76	108	-88	33	61	70	48	-121	161	127	212
유탄사업	212	255	336	268	192	196	191	187	262	961	1,071	766
기타 및 조정	-100	-231	-57	-202	-282	-148	-75	60	-339	-516	-591	-444

자료: SK이노베이션, IBK투자증권

SK이노베이션 (096770)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	46,853	78,057	72,787	70,700	77,769
증가율(%)	35.6	66.6	-6.8	-2.9	10.0
매출원가	42,672	71,030	68,706	65,667	71,549
매출총이익	4,181	7,027	4,081	5,033	6,220
매출총이익률 (%)	8.9	9.0	5.6	7.1	8.0
판매비	2,440	3,110	2,774	2,664	2,921
판매비율(%)	5.2	4.0	3.8	3.8	3.8
영업이익	1,742	3,917	1,306	2,369	3,299
증가율(%)	-172.0	124.9	-66.7	81.3	39.3
영업이익률(%)	3.7	5.0	1.8	3.4	4.2
순금융손익	-741	-1,010	-540	-879	-940
이자손익	-339	-440	-660	-849	-970
기타	-402	-570	120	-30	30
기타영업외손익	-619	-50	0	0	0
종속/관계기업손익	437	2	20	100	200
세전이익	818	2,860	787	1,589	2,559
법인세	374	965	173	350	563
법인세율	45.7	33.7	22.0	22.0	22.0
계속사업이익	445	1,895	613	1,240	1,996
중단사업손익	44	0	0	0	0
당기순이익	489	1,895	613	1,240	1,996
증가율(%)	-122.8	288.0	-67.6	102.1	61.0
당기순이익률 (%)	1.0	2.4	0.8	1.8	2.6
지배주주당기순이익	292	1,569	552	1,116	1,796
기타포괄이익	668	171	0	0	0
총포괄이익	1,157	2,066	613	1,240	1,996
EBITDA	3,255	5,710	3,595	5,246	6,659
증가율(%)	-409.1	75.4	-37.0	45.9	26.9
EBITDA마진율(%)	6.9	7.3	4.9	7.4	8.6

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,117	16,743	5,892	11,905	19,167
BPS	184,720	209,698	215,589	227,494	246,429
DPS	0	0	0	250	250
밸류에이션(배)					
PER	76.5	9.2	27.3	13.5	8.4
PBR	1.3	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.6	6.0	11.6	8.5	7.3
성장성지표(%)					
매출증가율	35.6	66.6	-6.8	-2.9	10.0
EPS증가율	-113.4	437.2	-64.8	102.1	61.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2
ROE	1.8	8.5	2.8	5.4	8.1
ROA	1.1	3.2	0.9	1.7	2.5
ROIC	2.3	6.7	1.7	2.9	4.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	152.5	189.2	200.1	199.3	209.0
순차입금 비율(%)	51.2	69.8	97.0	103.5	110.1
이자보상배율(배)	4.4	6.1	1.3	2.1	2.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.9	14.8	11.6	11.5	11.9
재고자산회전율	8.0	7.9	6.2	6.1	6.3
총자산회전율	1.1	1.3	1.0	1.0	1.0

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	21,482	31,967	28,777	28,111	31,441
현금및현금성자산	3,424	9,479	6,503	6,337	6,564
유가증권	3,987	1,460	1,446	1,414	1,615
매출채권	4,249	6,279	6,219	6,079	6,946
재고자산	7,849	11,858	11,745	11,481	13,118
비유동자산	28,063	35,252	42,824	46,988	52,194
유형자산	19,337	25,111	33,054	37,379	42,194
무형자산	1,907	2,078	1,846	1,644	1,469
투자자산	4,930	5,518	5,536	5,630	5,864
자산총계	49,545	67,219	71,601	75,098	83,635
유동부채	14,512	27,557	27,342	26,836	29,971
매입채무및기타채무	5,661	9,146	9,060	8,856	10,118
단기차입금	864	7,559	7,487	7,319	8,362
유동성장기부채	1,831	4,840	4,840	4,840	4,840
비유동부채	15,412	16,419	20,404	23,167	26,595
사채	10,106	8,420	12,420	15,220	18,420
장기차입금	3,306	4,984	4,984	4,984	4,984
부채총계	29,924	43,977	47,745	50,003	56,566
지배주주지분	17,311	19,652	20,204	21,319	23,094
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	7,698	8,198	8,198	8,198	8,198
자본조정등	-1,555	-1,323	-1,323	-1,323	-1,323
기타포괄이익누계액	501	728	728	728	728
이익잉여금	10,199	11,580	12,132	13,247	15,022
비지배주주지분	2,310	3,591	3,652	3,776	3,976
자본총계	19,621	23,242	23,856	25,095	27,069
비이자부채	12,464	16,808	16,648	16,274	18,594
총차입금	17,460	27,169	31,097	33,729	37,972
순차입금	10,049	16,229	23,147	25,978	29,792

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-495	407	2,844	4,239	3,933
당기순이익	489	1,895	613	1,240	1,996
비현금성 비용 및 수익	2,012	3,867	2,808	3,656	4,100
유형자산감가상각비	1,408	1,616	2,056	2,675	3,185
무형자산상각비	105	177	232	202	175
운전자본변동	-2,585	-4,270	82	193	-1,193
매출채권등의 감소	-1,610	-1,737	60	140	-866
재고자산의 감소	-4,126	-4,315	112	264	-1,636
매입채무등의 증가	4,071	5,245	-87	-204	1,262
기타 영업현금흐름	-411	-1,085	-659	-850	-970
투자활동 현금흐름	-4,111	-5,123	-9,679	-6,875	-8,931
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,175	-6,777	-10,000	-7,000	-8,000
유형자산의 감소	902	67	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-78	-288	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1,774	1,810	137	5	-34
기타	14	65	184	120	-897
재무활동 현금흐름	5,030	10,507	3,859	2,470	5,225
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	5030	10507	3859	2470	5225
기타 및 조정	59	264	0	0	0
현금의 증가	483	6,055	-2,976	-166	227
기초현금	2,941	3,424	9,479	6,503	6,337
기말현금	3,424	9,479	6,503	6,337	6,564

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2022.01.01~2022.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	150	95.5
중립	7	4.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

SK이노베이션	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2020.05.07	매수	135,000	36.41	135.19					
	2021.05.06	담당자변경		-	-					
	2021.05.24	매수	350,000	-32.55	-15.57					
	2022.05.24	1년경과	350,000	-43.42	-30.29					
	2022.08.29	담당자변경								
	2022.08.30	매수	260,000	-35.30	-25.96					
	2022.11.07	매수	236,000	-30.05	-21.61					
	2023.03.23	매수	236,000							