



SK이노베이션 (096770)

4Q23 SK온 흑자전환 가능(+SKBA 탐방 후기)

BUY (유지)

목표주가(12M) 220,000원(상향)

현재주가(11.03) 137,100원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,368.34
52주 최고/최저(원)	212,534/120,400
시가총액(십억원)	13,799.9
시가총액비중(%)	0.73
발행주식수(천주)	100,655.6
60일 평균 거래량(천주)	598.6
60일 평균 거래대금(십억원)	94.3
외국인지분율(%)	21.19
주요주주 지분율(%)	
SK 외 13 인	34.48
국민연금공단	7.58

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	77,809.4	83,221.9
영업이익(십억원)	2,037.3	3,429.7
순이익(십억원)	905.3	2,002.3
EPS(원)	6,447	16,649
BPS(원)	205,182	220,556

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	46,853.4	78,056.9	78,878.7	86,850.4
영업이익	1,741.7	3,917.3	2,760.0	3,930.8
세전이익	818.5	2,860.2	2,002.6	3,414.3
순이익	292.1	1,569.0	1,137.5	2,335.3
EPS	3,042	16,339	11,647	22,917
증감율	흑전	437.11	(28.72)	96.76
PER	77.14	9.27	10.96	5.57
PBR	1.19	0.69	0.59	0.53
EV/EBITDA	10.61	5.98	6.68	5.48
ROE	1.83	8.49	5.63	10.64
BPS	196,503	218,491	217,059	239,976
DPS	0	0	0	0

3Q23 영업이익 컨센 대폭 상회, SK온 적자폭 축소

3Q23 영업이익은 1.56조원(QoQ 흑전, YoY +122%)으로 컨센(1조원)을 약 50% 상회하는 서프라이즈였다. 전 사업부가 개선된 가운데, 석유/화학사업부의 증익폭이 눈에 띄었다. 전사에 반영된 재고관련손실환입은 총 4.7천억원(정유 4.2+화학 0.27+유회 0.3)이었다. 정유사업 영업이익은 1.1조원으로, 재고관련손실 환입을 제외 시 약 6천억원의 높은 이익을 기록했다. SK온의 영업이익은 -861억원(QoQ +454억원)을 기록하며, 흑자전환 기대감을 높였다. 판가가 약 10% 하락하며 부정적 레깅효과가 발생했으나, 1) AMPC 2,099억원 반영 2) SKBA의 수율이 90%까지 상승 3) 가동률/출하량 증가 등 SKBA의 수익성 개선이 전사 적자폭 축소로 이어졌다. 참고로, AMPC로 역산 시 SKBA의 이론적 가동률은 65% 수준이며, 포드향이 대부분인 SKBA2의 가동률이 더 높을 것으로 추정한다.

4Q23 전사 영업이익 QoQ -41% 감익되나, SK온 BEP 달성 예상

4Q23 영업이익은 9,287억원(QoQ -41%, YoY 흑전)을 추정한다. 전분기 반영된 재고관련 이익 제거, SK온의 BEP를 가정했다. SK온의 영업이익은 30억원으로 흑자전환이 예상된다. 배터리 판가 10% 하락에도 불구하고, SKBA의 추가 수율/가동률 상승을 가정했다. 10월 포드 F-150 Lightning의 판매량은 3,712대로 대폭 증가했다. 7월 2천대, 8월 1천대, 9월 300대에서 대폭 개선된 흐름이다. 전체 SKBA 라인 중 포드향 비중이 70%에 달하기에, 폭스바겐 ID.4의 판매 부진에도 불구하고 SKBA의 전체 가동률/출하량, AMPC 상승을 기대할 수 있다. 하나증권은 이론적 가동률 75%를 가정해 AMPC를 2.4천억원으로 추정했다. 8월 초 Ford가 미시간 Rouge Electric Vehicle Center의 설비를 5만대에서 15만대로 3배 확장하면서 제시한 생산량/판매량 가이드스 각각 5.2만대/3.8만대는 상반기 대비 3~4배 늘어나는 수치다. 이를 감안할 때, SK온의 가동률 상승과 실적 개선은 충분히 가능하다는 판단이다.

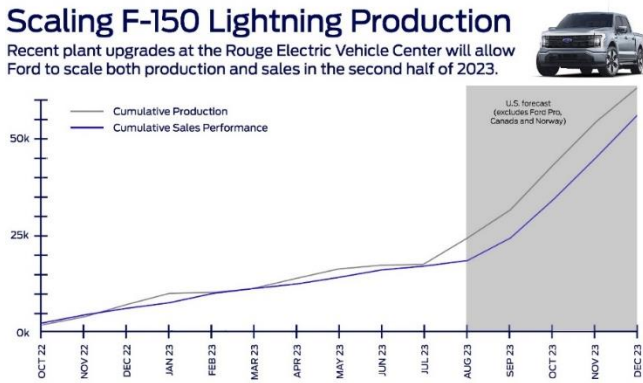
전통에너지와 신재생에너지의 조화. 정유사업 호조와 Cash Flow 개선도 긍정적

BUY를 유지하고, TP를 기존 21만원에서 22만원으로 상향한다. 정유사업 실적 추정치 상향, SKBA의 수율/가동률 개선에 근거한 SK온의 흑자전환을 반영했다. 최근 고금리에 따른 풍력/태양광 수요에 대한 우려 등을 감안할 때, 신재생에너지가 전통에너지를 대체하기까지 생각보다 오랜 시간이 걸릴 전망이다. 최근 EXM, Chevron의 MegaDeal은 석유수요 Peak 시점에 대한 확실성의 반증이다. SK에너지는 9월부터 중국 신규 광구를 가동(기존 생산량의 60%)하며, 정유사업 또한 높은 Cash Flow를 창출할 것이다. 현재의 강력한 Cash Flow로 SK온과의 시너지를 낼 수 있는 중장기 전략 설정이 충분히 가능하다. 신규의 조화를 통한 선순환 구조에 진입했다. 극도의 저평가라 판단한다.



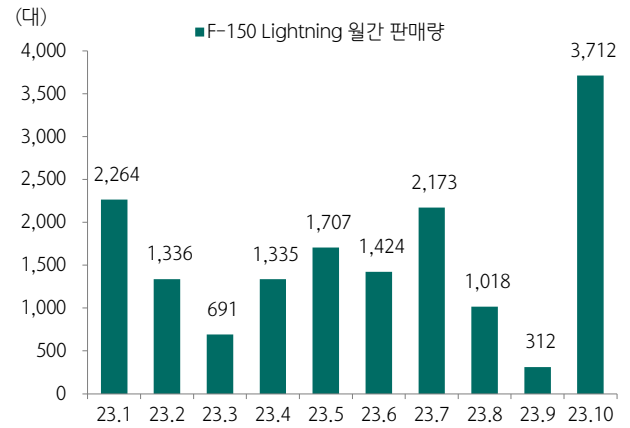
Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 신홍주 hongjushin@hanafn.com

도표 1. 포드 F-150 Lightning 생산/판매량 가이드스



자료: Ford, 하나증권

도표 2. 포드 F-150 Lightning 월간 판매량 추이



자료: Ford, 하나증권

도표 3. SK이노베이션 3Q23 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q23P	1Q23	2Q22	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	19,889.1	18,727.2	22,753.4	-12.6	6.2	20,035.8	-0.7
영업이익	1,563.1	-273.8	704.0	122.0	흑전	1,046.5	49.4
세전이익	1,086.3	-257.9	303.5	257.9	흑전	N/A	N/A
순이익	691.3	-222.1	74.8	824.2	흑전	567.6	21.8
영업이익률	7.9	-1.5	3.1	4.8	9.3	5.2	2.6
세전이익률	5.5	-1.4	1.3	4.1	6.8	N/A	N/A
순이익률	3.5	-1.2	0.3	3.1	4.7	2.8	0.6

자료: 하나증권

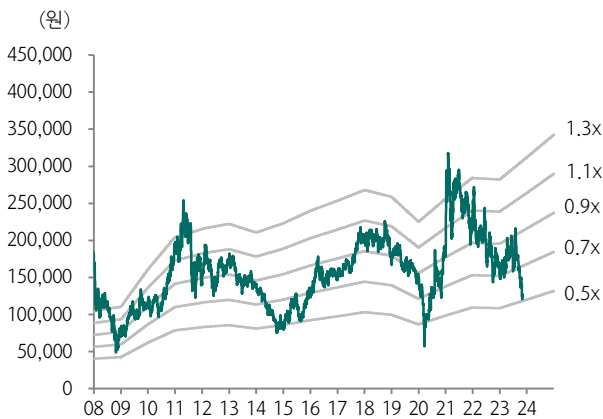
도표 4. SK이노베이션 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2023F			2024F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	78,878.7	79,788.2	-1.1	86,850.4	88,636.5	-2.0
영업이익	2,760.0	2,052.3	34.5	3,930.8	3,257.0	20.7
세전이익	2,002.6	1,688.4	18.6	3,414.3	2,717.1	25.7
순이익	1,137.5	959.0	18.6	2,335.3	1,858.5	25.7
영업이익률	3.5	2.6	0.9	4.5	3.7	0.9
세전이익률	2.5	2.1	0.4	3.9	3.1	0.9
순이익률	1.4	1.2	0.2	2.7	2.1	0.6

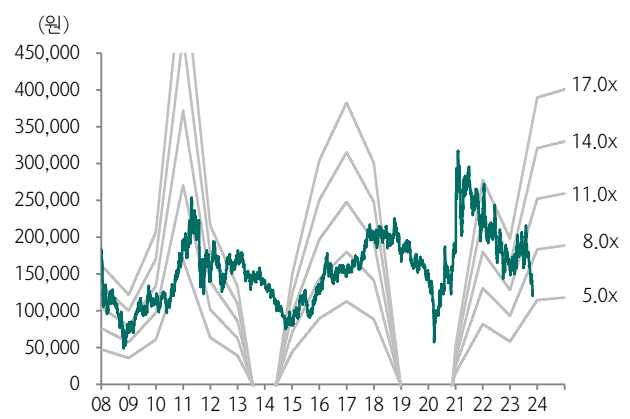
자료: 하나증권

도표 5. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 6. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 7. SK이노베이션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	FY2021	FY2022	FY2023F	FY2024F
매출액	16,261.5	19,905.3	22,753.4	19,136.7	19,142.9	18,727.2	19,889.1	21,119.5	46,381.2	78,056.9	78,878.7	86,850.4
QoQ(%)	18.5%	22.4%	14.3%	-15.9%	0.0%	-2.2%	6.2%	6.2%				
YoY(%)	76.0%	79.0%	85.0%	39.5%	17.7%	-5.9%	-12.6%	10.4%	34.6%	68.3%	1.1%	10.1%
기타(배터리/E&P)	1,769.9	1,768.4	2,657.5	3,271.0	3,698.6	4,017.2	3,480.0	3,924.3	3,617.3	9,466.8	15,120.1	19,580.8
E&P	420.2	399.5	378.8	327.9	328.5	248.8	238.9	356.5	583.9	1,526.4	1,172.7	1,388.7
배터리	1,259.9	1,288.0	2,194.2	2,875.6	3,305.3	3,696.1	3,172.7	3,490.0	3,039.8	7,617.7	13,664.1	17,816.6
소재(LiBs 등)	67.9	62.1	62.6	42.5	42.4	52.3	48.1	57.7	343.8	235.1	200.5	294.7
석유	10,642.7	14,016.1	15,769.1	12,153.8	11,606.9	10,742.9	12,322.8	12,782.7	29,597.1	52,581.7	47,455.3	50,338.0
화학	2,806.0	2,892.8	2,912.2	2,415.9	2,535.1	2,857.4	2,899.7	3,076.0	9,543.3	11,026.9	11,368.2	11,724.0
윤활유	1,042.9	1,228.0	1,414.6	1,296.0	1,302.3	1,109.7	1,186.6	1,336.4	3,350.9	4,981.5	4,935.0	5,207.5
영업이익	1,649.1	2,329.2	703.9	-764.8	375.0	-106.8	1,563.1	928.7	1,930.5	3,917.4	2,760.0	3,930.8
영업이익률(%)	10.1%	11.7%	3.1%	-4.0%	2.0%	-0.6%	7.9%	4.4%	4.2%	5.0%	3.5%	4.5%
QoQ(%)	1202.4%	41.2%	-69.8%	적전	흑전	적전	흑전	-40.6%				
YoY(%)	184.7%	318.9%	5.3%	적전	-77.3%	적전	122.1%	흑전	흑전	102.9%	-29.5%	42.4%
기타(배터리/E&P)	-97.3	-218.1	-29.9	-278.7	-263.9	-125.6	-51.6	86.4	-785.0	-624.0	-354.7	1,142.9
영업이익률(%)	-5.5%	-12.3%	-1.1%	-8.5%	-7.1%	-3.1%	-1.5%	2.2%	-21.7%	-6.6%	-2.3%	5.8%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전				
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	흑전
E&P	198.2	166.2	160.5	116.6	113.5	68.2	79.4	128.4	197.3	641.5	389.5	492.3
배터리	-273.4	-326.6	-134.6	-338.1	-344.7	-131.5	-86.1	3.0	-683.1	-1,072.7	-559.3	830.2
소재(LiBs 등)	-3.1	-13.0	-27.0	-4.9	-4.0	-0.1	3.5	4.7	80.8	-48.0	4.1	37.3
영업이익률(%)	-4.6%	-20.9%	-43.1%	-11.5%	-9.4%	-0.2%	7.3%	8.2%	23.5%	-20.4%	2.1%	12.7%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	35.2%				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	-35.8%	적전	흑전	802.9%
석유	1,506.7	2,229.1	316.5	-661.2	274.8	-411.2	1,112.5	499.2	1,160.0	3,391.1	1,475.3	1,471.7
영업이익률(%)	14.2%	15.9%	2.0%	-5.4%	2.4%	-3.8%	9.0%	3.9%	3.9%	6.4%	3.1%	2.9%
QoQ(%)	584.2%	47.9%	-85.8%	적전	흑전	적전	흑전	-55.1%				
YoY(%)	262.1%	856.3%	8.9%	적전	-81.8%	적전	251.5%	흑전	흑전	192.3%	-56.5%	-0.2%
화학	31.2	76.0	108.3	-88.4	108.9	170.2	237.0	153.4	160.8	127.1	669.5	685.5
영업이익률(%)	1.1%	2.6%	3.7%	-3.7%	4.3%	6.0%	8.2%	5.0%	1.7%	1.2%	5.9%	5.8%
QoQ(%)	흑전	143.6%	42.5%	적전	흑전	56.3%	39.2%	-35.3%				
YoY(%)	-73.6%	-54.7%	28.3%	적지	249.0%	123.9%	118.8%	흑전	흑전	-21.0%	426.8%	2.4%
윤활유	211.6	255.2	336.0	268.4	259.2	259.9	261.7	184.9	960.9	1,071.2	965.7	593.5
영업이익률(%)	20.3%	20.8%	23.8%	20.7%	19.9%	23.4%	22.1%	13.8%	28.7%	21.5%	19.6%	11.4%
QoQ(%)	-21.0%	20.6%	31.7%	-20.1%	-3.4%	0.3%	0.7%	-29.3%				
YoY(%)	54.3%	12.7%	2.0%	0.1%	22.5%	1.8%	-22.1%	-31.1%	266.5%	11.5%	-9.8%	-38.5%
당기순이익	863.3	1,338.5	175.2	-481.8	-52.0	-120.4	729.6	864.6	488.5	1,895.2	1,421.8	2,594.8
당기순이익률(%)	5.3%	6.7%	0.8%	-2.5%	-0.3%	-0.6%	3.7%	4.1%	1.1%	2.4%	1.8%	3.0%
QoQ(%)	470.2%	55.0%	-86.9%	적전	적지	적지	흑전	18.5%				
YoY(%)	흑전	589.8%	-65.5%	적전	적전	적전	316.5%	흑전	흑전	288.0%	-25.0%	82.5%
지배순이익	793.7	1,276.1	74.8	-575.7	-131.1	-222.1	691.3	799.4	292.1	1,569.0	1,137.5	2,335.3

자료: 하나증권

SKBA(SK Battery America) 탐방 후기

1) SKBA 개요

SK온 미국 SKBA 방문,
설비 개요 및 가동 현황 파악

하나증권은 10월 초 SK온의 미국 조지아 배터리 생산법인 SK Battery America를 방문해 설비 개요 및 가동 현황 등을 파악했다. SKBA는 애틀랜타 하츠필드 잭슨 애틀랜타 국제공항을 기준으로 약 1시간30분 거리인 동북부 커머스(Commerce)에 위치하고 있다.

SKBA 1~2공장
합산 Capa 22GWh
회사 전체 배터리 규모
88GWh 대비 25%

SKBA 1~2공장 합산 Capa 22GWh는 회사 전체 배터리 규모 88GWh 대비 25%를 차지한다. SKBA 1공장은 10GWh 규모로 2022년 1분기에 가동되었고, 6개 라인 중 3개 라인이 폭스바겐 MEB 플랫폼형 라인이다. SKBA 2공장은 12GWh 규모로 2022년 4분기 가동을 시작했으며, 6개 라인 모두 포드 F-150 Lightning 매출로 파악된다. 참고로, SKBA의 수주 물량은 모듈까지 포함되어 IRA 하의 AMPC는 45\$/kWh(셀 34\$+모듈 10\$)다.

SKBA, BlueOvalSK 지분 50%
보유 및 HMG도 자회사로 편입

참고로, SKBA는 SK온의 100% 자회사이며, SKBA는 Ford와의 JV인 BlueOvalSK의 지분 50%를 보유 중이며, 현대차와의 JV인 HMC 또한 SKBA 자회사로 편입된다.

도표 1. SKBA 공장 전경(1)



자료: SK이노베이션, 하나증권

도표 2. SKBA 공장 전경(2)



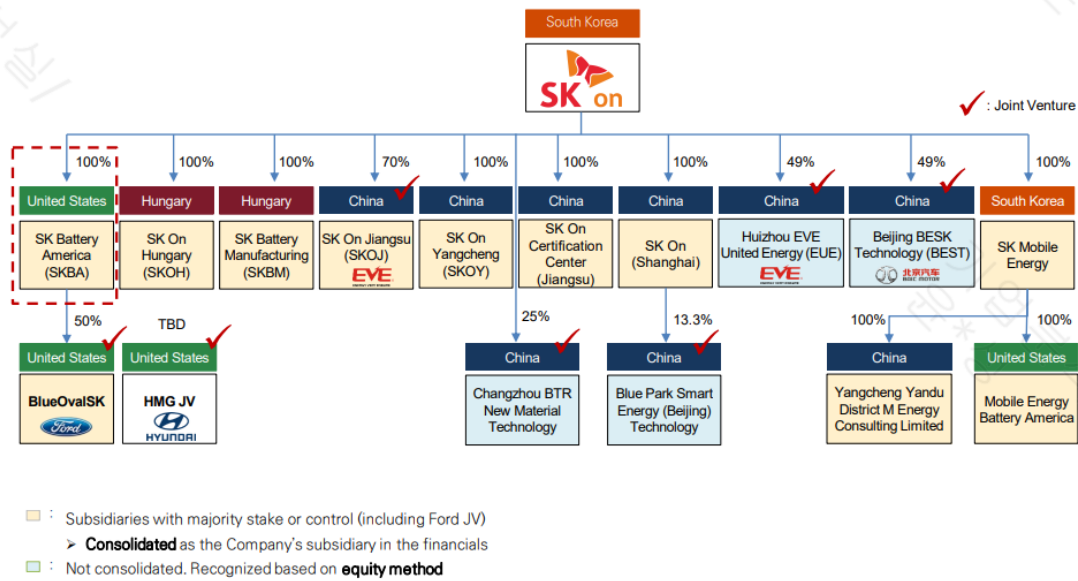
자료: SK이노베이션, 하나증권

도표 3. SKBA 공장 개요



자료: SK이노베이션, 하나증권

도표 4. SK온 자회사 현황



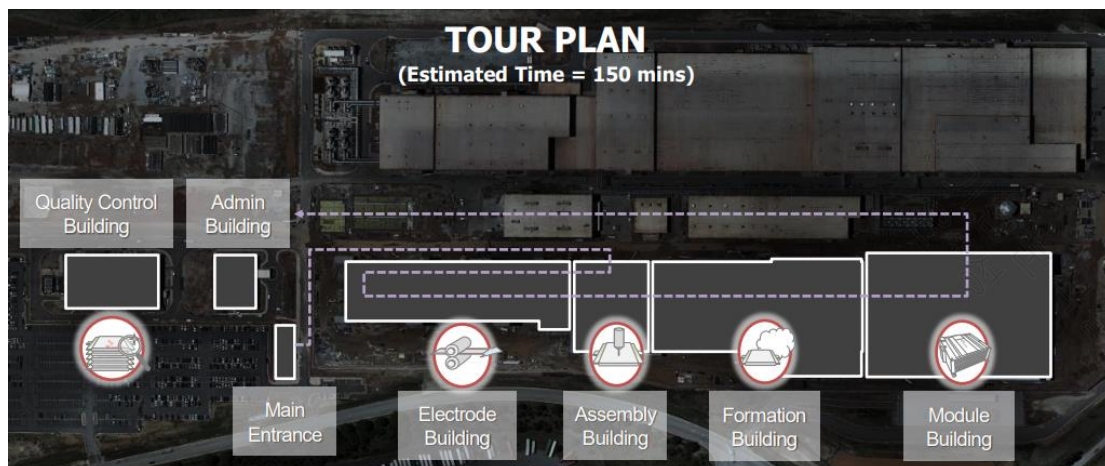
자료: SK이노베이션, 하나증권

2) SKBA 배터리 공장 투어 내용

전극공정

공장 투어는 전극-조립-화성-모듈 공정 순으로 약 1시간 30분 간에 걸쳐 이뤄졌다. 전극 공정은 양극과 음극을 만드는 공정으로 믹싱-코팅-프레스-슬리팅 공정으로 이뤄져 있다. 코팅공정은 완성된 슬러리를 코팅기계를 통해 구리/알루미늄 포일에 양면 도포하는 과정이며, 가장 중요한 공정이다. 단위 면적당 슬러리를 체크하는 방식으로 균일도를 확인하게 된다. 프레스 공정은 두 개의 압연 사이로 전극을 통과시키는 공정으로 전극이 납작해질수록 에너지 밀도가 상승하게 된다. 비전인스펙터로 두께를 체크한다. 슬리팅은 나이프를 이용해 배터리 크기에 맞게 절단하는 공정으로 일정 간격으로 나이프를 교체하게 된다.



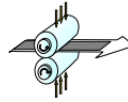
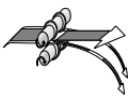
도표 5. SKBA 공장 투어 개요




자료: SK이노베이션, 하나증권

도표. 6 전극 공정

① Electrode manufacturing

	Mixing	Coating	Pressing	Slitting
Order				
Details	Produce slurry by mixing dry active materials with binder & conductive additives	Spread slurry on aluminum foil (for cathode) and copper foil (for anode); dry	Compress coated foil for compaction of electrode	Cut electrode to desired width to fit in battery

→ Semi-finished product | 'Reel' 


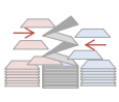
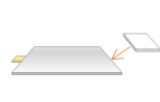
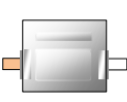
자료: SK이노베이션, 하나증권


조립공정

조립공정은 노칭/배큘드라이잉-스태킹-탭웰딩-패키징의 순서로 이뤄진다. 조립공정은 수분과의 접촉을 막기 위해 Dry Room에서 진행된다. 노칭은 앞선 전극공정에서 나온 Reel을 절단하는 과정이다. 이를 일정 단위로 매거진에 투입해 AGV (Automated Guided Vehicle)를 통해 오븐에 운반 후 NMP와 수분 등을 제거한다. 진공상태 유지를 위해 질소를 활용해 산화를 방지하게 된다. 스태킹 공정에서는 Z-Folding을 통해 양극과 음극+1장을 쌓아 젤리롤을 만들게 된다. 탭웰딩 공정은 젤리롤에 탭을 부착하는 과정으로 양극 공정에는 레이저/초음파 용접을, 음극 공정에는 초음파 용접을 사용한다. 패키징은 알루미늄 파우치에 틀을 만들어 젤리롤을 끼워 넣는 공정(포밍-벤딩-젤리롤 인서트 과정을 거침)이다. 상단에는 가스 배출이 필요한 여유 공간을 두며 추후 이는 제거된다. 패키징 이후부터 비로소 배터리는 셀이 된다.

도표 7. 조립 공정

② Cell assembly

	Notching & Vacuum drying	Stacking	Tab welding	Packaging
Order				
Details	Notching: Cut out uncoated parts to leave corners where tabs will be grounded Vacuum drying: Vacuum dry electrodes after cutting	Stack electrode (cathode, anode) and separator sheets alternately to produce semi-finished product: 'jelly roll'	Attach tabs to jelly roll	Package jelly roll in aluminum pouch and heat-seal with electrolytes

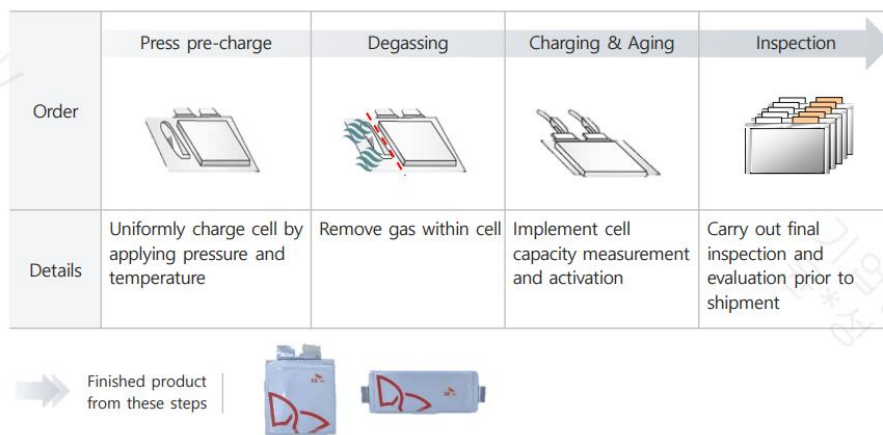
→ Semi-finished product 

자료: SK이노베이션, 하나증권

화성공정 화성공정은 PPC(Press Pre-Charge)-디개싱-충전&에이징-인스펙션 순으로 이뤄지며 배터리를 활성화하고 불량셀을 선별하는 과정이다. PPC 공정은 첫 충전 구간으로 안정성 확보를 위해 20% 정도를 충전하게 된다. PPC 이후에는 셀이 경화되기 시작한다. 디개싱 공정은 셀 내부의 가스를 상부 포켓으로 빨아올린 후 상부 포켓을 절단하는 과정이다. 충전은 트레이 단위로 이뤄지며, 912개의 챔버 1개 당 2개의 트레이를 처리하게 된다. 풀 충전과 풀 방전한 후 일정 온도/습도에서 일정 시간 보관 후 이온 이동의 최적화 상태를 만든다. 이후 검사과정을 거치게 된다.

도표 8. 화성공정

③ Formation

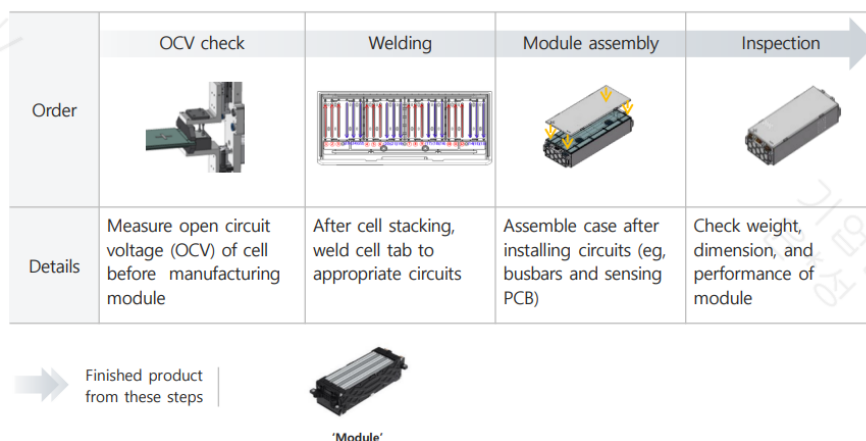


자료: SK이노베이션, 하나증권

모듈공정 SKBA에서는 현재 모듈을 내재화하여 판매 중이다. 모듈 공정이 화학제품과 플랫폼인 자동차 전장의 징검다리 역할(화학제품이 전자화되는 역할)을 한다는 점을 감안할 때, 셀 업체의 선제적인 모듈 내재화는 긍정적 흐름이라 판단한다.

도표 9. 모듈 공정

④ Modularization



자료: SK이노베이션, 하나증권

3) SKBA의 초장폭 배터리와 Z-Folding 기술, 스마트팩토리. 그리고 향상된 수율

초장폭 배터리와 멀티탭

SKBA는 생산성 향상을 위해 평균 가로 길이가 300~400mm인 단폭형 대비 길이가 긴 500~600mm의 장폭형 배터리를 생산 중이다. 배터리 셀 규격은 완성차 모델에 따라 조금씩 달라지나, 업계에서는 세로 100mm, 가로 600mm를 장폭형 셀의 평균 크기로 보고 있다. 장폭형 셀의 가장 큰 이점은 생산 편의성이다. 작은 셀을 여러 번 자르고 가공하는 대신 긴 셀을 생산하면 장비 동선도 절감되고 생산 효율도 높아진다. 동사의 양방향 초장폭형 셀은 양쪽에 탭이 2개씩 있으며, 이는 단방향 대비 이온 이동 길이가 짧아져 충전속도 향상, L당 Kwh을 증가시킬 수 있다.

도표 10. 초장폭 배터리와 멀티탭



자료: SK이노베이션, 하나증권

Gen3 Z-Folding 스택킹

SKBA는 생산성을 향상하고 배터리 화재를 사전에 예방하기 위해 배터리 제조공정에 Z-Folding 스택킹 공법을 도입 중이다. 분리막을 자르지 않고 양/음극을 번갈아 적층하게 되면 기존 라미네이션&스택킹 방식 대비 분리막 정렬 문제가 해소되어 화재 발생 리스크가 감소하게 된다. 그러나 Z스택킹의 단점도 있다. 바로 낮은 초당 생산량과 낮은 수율이다. 하지만, SKBA의 Z스택킹 기술은 진화를 거듭해 현재 45도 틸팅 구조인 Gen3에 도달했으며, Gen1 대비 시트 당 생산 속도는 약 2배 향상되었다.

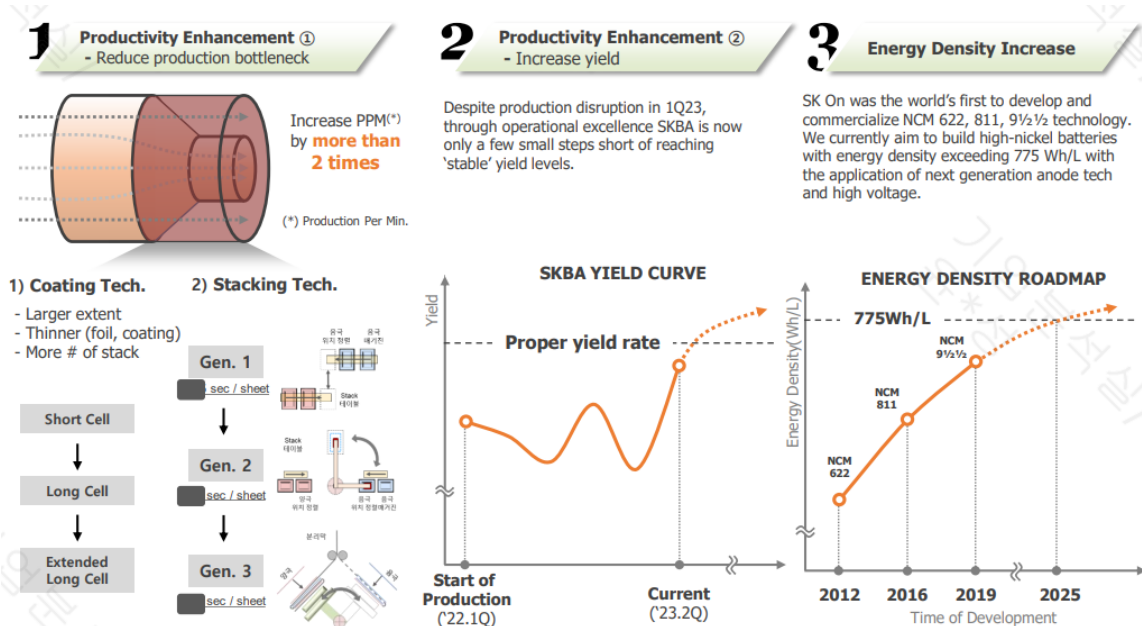
밀도 향상과 스마트팩토리 진화

현재 SKBA 배터리의 에너지 밀도는 710Wh/L 수준이나, 니켈 비중 추가 확대 등을 통해 에너지 밀도를 775Wh/L로 상향시키는 것이 목표다. 스마트팩토리는 Level 1 물류자동화, Level 2 AR/VR도입, Level 3 AI 도입으로 나뉘지는데, SKBA는 현재 Level 1이 적용되어 있으며(AGV, OHT 등), 향후 BlueOvalSK에서는 2단계 이상도 가능할 것으로 예상된다.

90%에 도달한 수율

SKBA의 수율은 2Q23 기준 90%에 거의 도달한 것으로 파악된다. 2023년 상반기 SKBA 1에서의 수율 이슈는 완벽히 해소된 것으로 추정된다.

도표 11. 밀도 향상과 스마트팩토리 진화



자료: SK이노베이션, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	46,853.4	78,056.9	78,878.7	86,850.4	90,535.9
매출원가	42,672.1	71,029.7	72,978.9	79,884.3	83,501.5
매출총이익	4,181.3	7,027.2	5,899.8	6,966.1	7,034.4
판매비	2,439.6	3,109.9	3,139.8	3,035.2	2,956.3
영업이익	1,741.7	3,917.3	2,760.0	3,930.8	4,078.1
금융손익	(741.5)	(1,009.6)	(952.5)	(603.6)	(654.3)
종속/관계기업손익	436.8	2.3	95.0	87.0	87.0
기타영업외손익	(618.5)	(49.8)	100.0	0.0	0.0
세전이익	818.5	2,860.2	2,002.6	3,414.3	3,510.8
법인세	373.7	965.0	580.7	819.4	842.6
계속사업이익	444.8	1,895.2	1,421.8	2,594.8	2,668.2
중단사업이익	43.7	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	488.5	1,895.2	1,421.8	2,594.8	2,668.2
비배주주지분 순이익	196.4	326.2	284.4	259.5	266.8
지배주주순이익	292.1	1,569.0	1,137.5	2,335.3	2,401.4
지배주주지분포괄이익	938.2	1,803.4	1,241.2	2,265.1	2,329.2
NOPAT	946.4	2,595.7	1,959.6	2,987.4	3,099.3
EBITDA	3,255.4	5,710.5	5,193.1	6,810.7	7,396.6
성장성(%)					
매출액증가율	35.61	66.60	1.05	10.11	4.24
NOPAT증가율	흑전	174.27	(24.51)	52.45	3.75
EBITDA증가율	흑전	75.42	(9.06)	31.15	8.60
영업이익증가율	흑전	124.91	(29.54)	42.42	3.75
(지배주주)순이익증가율	흑전	437.14	(27.50)	105.30	2.83
EPS증가율	흑전	437.11	(28.72)	96.76	2.83
수익성(%)					
매출총이익률	8.92	9.00	7.48	8.02	7.77
EBITDA이익률	6.95	7.32	6.58	7.84	8.17
영업이익률	3.72	5.02	3.50	4.53	4.50
계속사업이익률	0.95	2.43	1.80	2.99	2.95

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	21,481.7	31,966.7	30,403.6	30,460.5	30,225.3
금융자산	7,484.3	11,159.8	9,377.8	7,311.5	6,094.7
현금성자산	3,423.8	9,479.1	7,679.4	5,441.6	4,145.4
매출채권	4,248.7	6,278.8	6,344.9	6,986.1	7,282.6
재고자산	7,849.1	11,857.7	11,982.5	13,193.5	13,753.4
기타유동자산	1,899.6	2,670.4	2,698.4	2,969.4	3,094.6
비유동자산	28,063.3	35,252.2	39,576.7	44,591.5	49,205.4
투자자산	4,929.6	5,518.0	5,570.8	6,083.2	6,320.0
금융자산	645.5	746.3	748.9	773.9	785.5
유형자산	19,337.5	25,110.6	29,543.0	34,191.6	38,701.5
무형자산	1,906.9	2,077.7	1,916.9	1,770.8	1,637.9
기타비유동자산	1,889.3	2,545.9	2,546.0	2,545.9	2,546.0
자산총계	49,544.9	67,218.9	69,980.3	75,052.1	79,430.8
유동부채	14,512.4	27,557.2	28,982.6	31,114.5	32,498.6
금융부채	2,716.1	12,434.6	12,434.9	12,438.7	12,440.4
매입채무	5,661.2	9,146.4	9,603.8	10,564.1	11,620.6
기타유동부채	6,135.1	5,976.2	6,943.9	8,111.7	8,437.6
비유동부채	15,411.8	16,419.4	16,535.2	17,082.1	17,610.2
금융부채	14,772.3	14,914.9	15,014.9	15,514.9	16,014.9
기타비유동부채	639.5	1,504.5	1,520.3	1,567.2	1,595.3
부채총계	29,924.2	43,976.6	45,517.9	48,196.6	50,108.9
지배주주지분	17,310.9	19,651.6	20,789.0	23,124.3	25,525.6
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
자본조정	(1,555.2)	(1,322.8)	(1,322.8)	(1,322.8)	(1,322.8)
기타포괄이익누계액	501.2	728.2	728.2	728.2	728.2
이익잉여금	10,198.7	11,579.7	12,717.1	15,052.3	17,453.7
비지배주주지분	2,309.8	3,590.7	3,673.4	3,731.1	3,796.3
자본총계	19,620.7	23,242.3	24,462.4	26,855.4	29,321.9
순금융부채	10,004.1	16,189.7	18,072.1	20,642.1	22,360.6

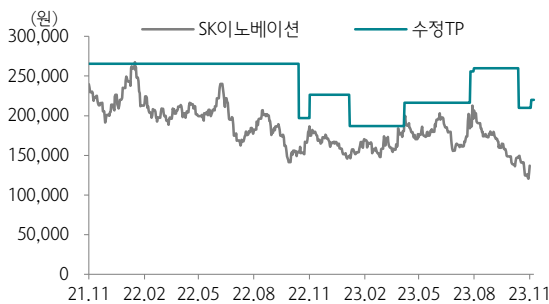
투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,042	16,339	11,647	22,917	23,565
BPS	196,503	218,491	217,059	239,976	263,540
CFPS	26,044	60,001	53,024	65,710	71,460
EBITDAPS	33,900	59,465	53,173	66,834	72,584
SPS	487,901	812,834	807,651	852,276	888,443
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	77.14	9.27	10.96	5.57	5.41
PBR	1.19	0.69	0.59	0.53	0.48
PCFR	9.01	2.53	2.41	1.94	1.79
EV/EBITDA	10.61	5.98	6.68	5.48	5.29
PSR	0.48	0.19	0.16	0.15	0.14
재무비율(%)					
ROE	1.83	8.49	5.63	10.64	9.87
ROA	0.66	2.69	1.66	3.22	3.11
ROIC	4.01	8.02	4.94	6.82	6.38
부채비율	152.51	189.21	186.07	179.47	170.89
순부채비율	50.99	69.66	73.88	76.86	76.26
이자보상배율(배)	4.42	6.06	3.50	4.92	5.02

자료: 하나증권

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(495.5)	406.6	4,990.7	5,120.2	5,568.6
당기순이익	488.5	1,895.2	1,421.8	2,594.8	2,668.2
조정	1,601.5	2,781.8	2,738.1	2,792.8	3,231.5
감가상각비	1,513.7	1,793.2	2,433.0	2,879.8	3,318.5
외환거래손익	96.2	(376.5)	400.0	0.0	0.0
지분법손익	(575.5)	(4.2)	(95.0)	(87.0)	(87.0)
기타	567.1	1,369.3	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(2,585.5)	(4,270.4)	830.8	(267.4)	(331.1)
투자활동 현금흐름	(4,110.7)	(5,123.3)	(7,281.9)	(8,180.9)	(8,126.4)
투자자산감소(증가)	(181.5)	(586.1)	(159.5)	(627.0)	(351.6)
자본증가(감소)	(2,272.8)	(6,709.6)	(6,704.7)	(7,382.3)	(7,695.6)
기타	(1,656.4)	2,172.4	(417.7)	(171.6)	(79.2)
재무활동 현금흐름	5,029.7	10,507.2	100.3	503.7	501.7
금융부채증가(감소)	2,682.3	9,861.1	100.4	503.7	501.7
자본증가(감소)	1,755.7	500.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	616.9	145.8	(0.0)	0.1	0.1
배당지급	(25.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
현금의 증감	483.2	5,790.4	(1,534.8)	(2,237.8)	(1,296.2)
Unlevered CFO	2,501.0	5,761.9	5,178.6	6,696.1	7,282.1
Free Cash Flow	(3,670.7)	(6,370.0)	(1,714.0)	(2,262.0)	(2,126.9)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK이노베이션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.6	BUY	220,000		
23.10.16	BUY	210,000	-36.11%	-28.76%
23.8.3	BUY	260,000	-35.17%	-21.92%
23.7.28	BUY	255,827	-20.14%	-16.92%
23.4.10	BUY	216,469	-17.44%	-6.14%
23.1.9	BUY	186,951	-13.36%	-1.47%
22.11.4	BUY	226,309	-26.68%	-19.57%
22.10.17	BUY	196,790	-16.88%	-5.25%
22.2.3	BUY	265,667	-26.91%	-9.63%
21.8.5	Neutral	265,667	-11.61%	0.74%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 11월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2023년 11월 6일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.62%	4.93%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 03일