

2023. 4. 10

EV/모빌리티팀

조현렬

Senior Analyst

hyunryul.cho@samsung.com

김영욱

Research Associate

younguk1.kim@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	240,000원	30.8%
현재주가	183,500원	
시가총액	17.0조원	
Shares (float)	92,465,564주 (57.3%)	
52주 최저/최고	143,500원/244,000원	
60일-평균거래대금	1,351.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK이노베이션 (%)	3.8	15.8	-8.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	2.7	3.8	-1.4

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	240,000	220,000	9.1%
2023E EPS	11,522	16,964	-32.1%
2024E EPS	16,333	16,881	-3.2%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	19
Target price	223,421
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

SK이노베이션 (096770)

기업가치 상승을 야기할 2가지 이벤트

- 최근 동사의 기업가치 상승을 야기할 만한 2가지 이벤트 발생. 첫째는 동사가 발표한 주주환원 정책이며, 둘째는 미국 IRA AMPC 세액공제에 대한 수혜 가시화.
- 1Q23 실적은 부진하겠으나, SK온에 대한 NAV 할인율 축소 및 IRA AMPC의 현금 유입 일부 반영으로 목표주가를 상향(22만원→24만원). 업종 내 Top-pick 의견 유지.

WHAT'S THE STORY?

Event (1), 주주환원정책 발표: 지난 3/30일 주주총회를 통해 성장 자회사의 가치를 주주와 함께 향유할 수 있는 주주환원 정책을 발표. 이는 동사가 보유한 SK온 지분가치에 대한 NAV 할인율을 약 10%pts 축소시키는 효과 창출 가능.

- 정책 개요:** 중장기 주주환원 정책은 크게 2가지. 첫째, 2024~25년 DPS 2,000원 이상의 현금배당을 검토 중. 둘째, 배터리 자회사 SK온 IPO와 연계된 주주환원 방향을 검토 중. 특히 SK온을 활용한 주주환원 정책은 1) SK이노베이션이 공개매수를 통해 자기주식(시가총액의 약 10%)을 취득하고, 그 대가로 SK온 주식을 지급하는 방안. 그리고 2) SK온 IPO 이후 SK이노베이션이 구주매출을 단행하고, 이를 통해 확보한 재원으로 특별 배당을 실시하는 방안. 2가지 방안 모두 SK온의 성장가치를 모회사 주주에게 보전하기 위한 의도.
- 정책 효과:** SK이노베이션 1대주주 지분을 제외한 지분율은 66.2%. 모기업을 제외한 전체 주주가 SK온 주식 교부 원할 경우, 시가총액의 10%까지 교부가능하기에 보유주식의 15%(=10.0%/66.2%)는 성장 자회사 지분 확보 가능. 즉, SK이노베이션 지분 보유 시 15%는 NAV 할인율 없이 성장 자회사 지분을 소유할 수 있기에, 그 비중만큼 NAV 할인율 제외할 필요 있음. 즉, SK온 주식 교부 받기 전까지 NAV 할인율은 약 10%pts 축소될 수 있는 이벤트로 판단.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	78,057	72,650	73,909	81,160
영업이익 (십억원)	3,917	2,315	3,233	3,493
순이익 (십억원)	1,895	1,334	1,891	2,079
EPS (adj) (원)	16,743	11,522	16,333	17,959
EPS (adj) growth (%)	437.2	-31.2	41.8	10.0
EBITDA margin (%)	7.3	5.3	6.2	5.8
ROE (%)	8.5	5.4	7.1	7.3
P/E (adj) (배)	9.2	15.9	11.2	10.2
P/B (배)	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	6.0	8.7	6.7	6.2
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

Event (2), IRA AMPC 수혜 가시화: 미국 IRA 법안의 첨단 제조 생산세액공제(Section 13502, Advanced Manufacturing Production Credit: 이하 AMPC)으로 인해 보유한 SK온(지배주주 기준)은 향후 10년간 30.5조원의 보조금 수령 예상. 파격적인 보조금은 북미시장에 선제적으로 투자했던 동사에게 긍정적.

- **정책 개요:** IRA AMPC 조항을 통해 배터리 업체는 미국 내 셀 및 모듈 생산 시 향후 10년간 kWh당 35달러 및 10달러를 수령 가능. 지난달 미국 태양광업체인 First Solar는 1Q23부터 AMPC로부터 받게 될 세액공제를 손익계산서에 매출원가 차감계정으로 반영할 것을 발표. 이는 AMPC 크레딧 수령이 예상되는 한국 업체들에게 레퍼런스가 될 것으로 예상되었으며, 예상보다 빠르게 LG에너지솔루션 또한 크레딧을 1Q23부터 영업이익에 반영하기 시작.
- **정책 효과:** 연결 기준 및 지배주주 기준으로 SK온(지배주주 기준)은 향후 10년간 각각 52.2조원 및 30.5조원의 보조금 수령 예상. LG에너지솔루션과 마찬가지로 2023년부터 영업이익에 인식할 경우, 영업이익 흑자전환 가능할 전망. 향후 10년간 수령가능한 보조금의 현재가치를 기업가치와 비교할 경우, SK이노베이션(80%)이 여타업체(LG에너지솔루션 및 한화솔루션은 각각 24% 및 68%) 대비 가장 큰 수혜 가능할 것.

1Q23 preview, 컨센서스 하회 전망: 1Q 영업이익은 1,260억원으로 컨센서스(4,300억원)를 70% 하회 예상. 컨센서스 대폭 하회는 3월 급락했던 국제유가로 인한 부정적인 레깅효과 및 재고관련손익 축소 영향뿐만 아니라, 배터리 자회사의 적자 규모도 기존 예상보다 확대되는 점에 기인. 배터리 영업이익은 -3,560억원(-160억원QoQ) 예상. 미국 1~2공장 가동중단에 따른 고정비 부담 증가 및 원재료 폐기손실이 발생하였고, 임직원 격려금도 반영되어 적자 확대 예상.

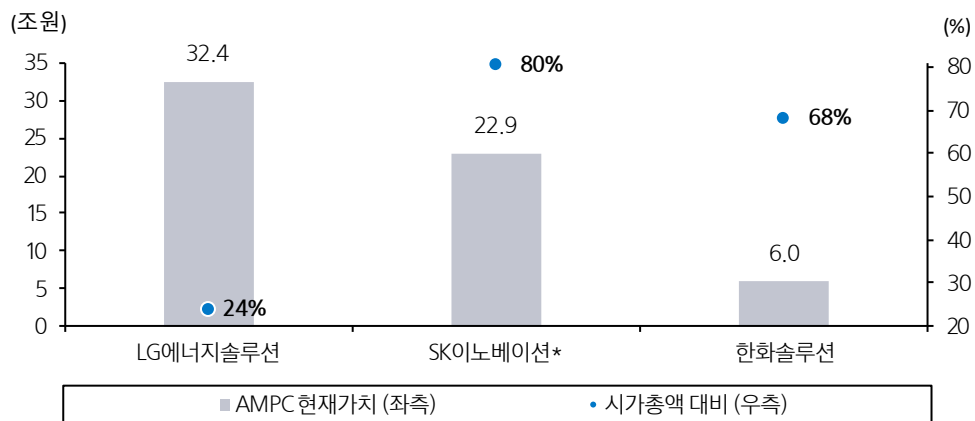
View, NAV 할인율 축소 및 IRA AMPC 효과 일부 반영: 1Q23 실적 부진에도 불구하고 목표주가를 9% 상향(22만원→24만원). 이는 앞서 살펴본 2가지 이벤트가 펀더멘털에 미칠 영향을 반영하였기 때문. 우선 주주환원 정책을 감안하여 SK온 지분에 대한 NAV 할인율을 기존 50%에서 40%로 축소. 그리고 IRA AMPC로 수령가능한 10년간 세액공제(30.5조원)의 현재가치(22.9조원) 중 30%만 순차입금 계정에 반영. 향후 세액공제 수령이 가시화될 경우 해당 영향을 완연히 반영할 것. 업종 내 Top-pick 의견 유지.

표 1. SK이노베이션: SOTP Valuation

(십억원)	12MF EBITDA	Multiples (x)	EV	설명
영업가치 (A)				
정유	1,771	4.2	7,500	Peers (글로벌 정유업체)
석유화학	495	4.8	2,355	Peers (국내외 NCC/ECC업체)
윤활기유	1,194	4.2	5,055	Peers (글로벌 정유업체)
E&P	487	5.1	2,480	Peers (글로벌 E&P업체)
IE Technology			1,609	SK IET 추가 기준 지분가치에 65% 할인
배터리	556	18.2	5,785	Peers (CATL 등 중국 3사) 대비 40%* 할인; NAV 할인을 축소*(50%→40%)
합계	4,503	5.5	24,785	
자산가치 (B)			3,863	투자자산 30% 할인
순차입금 (C)			6,198	2023년 말 당사 추정 기준 및 AMPC 세제 혜택의** 30% 반영
우선주 시가총액 (D)			147	4/7일 증가 기준
적정 시가총액 (E = A + B - C - D)			22,303	
총 주식 수 (천주)			92,466	
적정주가 (원)			241,203	
목표주가 (원)			240,000	목표주가 9% 상향 (22.0만원→24.0만원)
현재주가 (원)			183,500	4/7일 증가 기준
상승여력 (%)			30.8	
2022 implied P/E (x)			20.8	
2023 implied P/E (x)			14.7	
2022 implied P/B (x)			1.0	
2023 implied P/B (x)			0.9	

참고: * 2023년 3월 발표한 주주환원정책(향후 동사 주식의 일정 비중을 SK온 주식으로 교환)은 NAV 할인을 축소시키는 효과를 창출.
 ** IRA AMPC로 유입될 지배주주 기준 현금흐름을 2023년 초 기준으로 현재가치 계산(할인율 5%). 현재가치 기준 총 22.9조원의 현금 유입 기대.
 자료: 삼성증권 추정

그림 1. 국내 배터리/태양광업체: 확보가능한 IRA AMPC의 현재가치 및 시가총액 대비 비중



참고: * SK온이 수령할 AMPC 현재가치(22.9조원)에 NAV 할인율 40%를 적용하여 SK이노베이션 시가총액과 비교
 자료: 삼성증권 추정

표 2. SK이노베이션: 1Q23 실적 전망

(십억원)	1Q23E	4Q22	1Q22	Consensus	증감 (%)		
					QoQ	YoY	Consensus
매출액	17,936	19,137	16,262	18,336	-6.3	10.3	-2.2
영업이익	126	-765	1,649	430	RB	-92.4	-70.7
세전이익	80	-829	1,376	368	RB	-94.2	-78.2
순이익	52	-482	863	442	RB	-93.9	-88.1
지배주주순이익	42	-576	794	195	RB	-94.6	-78.3
이익률 (%)							
영업이익	0.7	-4.0	10.1	2.3			
세전이익	0.4	-4.3	8.5	2.0			
순이익	0.3	-2.5	5.3	2.4			
지배주주순이익	0.2	-3.0	4.9	1.1			

자료: SK이노베이션, FnGuide, 삼성증권 추정

표 3. SK이노베이션: 1Q23 사업부별 실적 전망

(십억원)	1Q23E	4Q22	1Q22	성장률 (% q-q)	성장률 (% y-y)
매출액	17,936	19,137	16,262	-6.3	10.3
Refining	11,002	12,154	10,643	-9.5	3.4
Petrochemical	2,319	2,416	2,806	-4.0	-17.4
Lubricants	1,233	1,296	1,043	-4.9	18.2
E&P	330	328	420	0.8	-21.4
IE Technology	141	177	134	-20.5	5.1
Battery	2,977	2,876	1,260	3.5	136.3
Others	-66	-110	-44	RR	RR
영업이익	126	-765	1,649	RB	-92.4
Refining	125	-662	1,507	RB	-91.7
Petrochemical	14	-87	31	RB	-54.9
Lubricants	285	268	212	6.3	34.9
E&P	118	117	198	0.8	-40.7
IE Technology	-9	-5	-3	RR	RR
Battery	-356	-338	-273	RR	RR
Others	-50	-57	-22	RR	RR
세전이익	80	-829	1,376	RB	-94.2
당기순이익	52	-482	863	RB	-93.9
이익률 (%)					
영업이익	0.7	-4.0	10.1		
Refining	1.1	-5.4	14.2		
Petrochemical	0.6	-3.6	1.1		
Lubricants	23.2	20.7	20.3		
E&P	35.6	35.6	47.2		
IE Technology	-6.5	-2.7	-2.3		
Battery	-12.0	-11.8	-21.7		
Others	76.5	52.1	49.7		
세전이익	0.4	-4.3	8.5		
당기순이익	0.3	-2.5	5.3		

자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

표 4. SK은: IRA 정책 시행에 따른 세제 혜택 분석

(GW)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Total
IRA 첨단 제조 생산세액공제 혜택												
배터리 셀 (달러/kWh)		35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	26.3	17.5	8.8	
배터리 모듈 (달러/kWh)		10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	7.5	5.0	2.5	
SK은 미국 배터리 생산능력												
Total	10	22	22	108	181	181	181	181	181	181	181	181
Georgia #1 (100%)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Georgia #2 (100%)		12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
BlueOvalSK #1 (50%)				43	43	43	43	43	43	43	43	43
BlueOvalSK #2 (50%)				43	43	43	43	43	43	43	43	43
BlueOvalSK #3 (50%)				43	43	43	43	43	43	43	43	43
HMC JV (50%)					30	30	30	30	30	30	30	30
SK은 미국 배터리 설비 가동률												
Total	35%	55%	87%	50%	65%	88%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Georgia #1 (100%)	35%	60%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Georgia #2 (100%)	0%	50%	85%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
BlueOvalSK #1 (50%)				50%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
BlueOvalSK #2 (50%)				30%	85%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
BlueOvalSK #3 (50%)					30%	85%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
HMC JV (50%)					30%	85%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
SK은 미국 배터리 생산실적												
Total	4	12	19	54	117	159	163	163	163	163	163	163
Georgia #1 (100%)	4	6	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Georgia #2 (100%)	0	6	10	11	11	11	11	11	11	11	11	11
BlueOvalSK #1 (50%)				22	39	39	39	39	39	39	39	39
BlueOvalSK #2 (50%)				13	37	39	39	39	39	39	39	39
BlueOvalSK #3 (50%)					13	37	39	39	39	39	39	39
HMC JV (50%)					9	26	27	27	27	27	27	27
SK은 IRA 세제 혜택 (백만달러; 연결 기준)												
합계		540	864	2,439	5,263	7,166	7,331	7,331	5,498	3,665	1,833	41,929
셀		420	672	1,897	4,093	5,574	5,702	5,702	4,276	2,851	1,425	32,611
모듈		120	192	542	1,170	1,593	1,629	1,629	1,222	815	407	9,318
SK은 IRA 세제 혜택 (십억원; 연결 기준)												
합계		672	1,017	2,854	6,578	8,958	9,163	9,163	6,872	4,582	2,291	52,150
셀		523	791	2,219	5,117	6,967	7,127	7,127	5,345	3,563	1,782	40,561
모듈		149	226	634	1,462	1,991	2,036	2,036	1,527	1,018	509	11,589
SK은 IRA 세제 혜택 (백만달러; 지배주주 기준)												
합계		540	864	1,665	3,077	4,029	4,111	4,111	3,083	2,055	1,028	24,562
셀		420	672	1,295	2,393	3,133	3,197	3,197	2,398	1,599	799	19,104
모듈		120	192	370	684	895	914	914	685	457	228	5,458
SK은 IRA 세제 혜택 (십억원; 지배주주 기준)												
합계		672	1,017	1,948	3,846	5,036	5,138	5,138	3,854	2,569	1,285	30,504
셀		523	791	1,515	2,991	3,917	3,997	3,997	2,997	1,998	999	23,725
모듈		149	226	433	855	1,119	1,142	1,142	856	571	285	6,779
SK은 현재까지 할인 기준* IRA 세제 혜택 (십억원; 지배주주 기준)												
합계		640	922	1,683	3,164	3,946	3,834	3,652	2,608	1,656	789	22,895
셀		498	717	1,309	2,461	3,069	2,982	2,840	2,029	1,288	613	17,807
모듈		142	205	374	703	877	852	812	580	368	175	5,088

참고: * 2023년 초 기준이며, 할인율은 5% 적용
자료: 삼성증권 추정

표 5. SK이노베이션: 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,268	1,227	1,210	1,145	1,292	1,245	1,177
매출액	16,262	19,905	22,753	19,137	17,936	18,404	18,666	17,644	46,853	78,057	72,650	73,909
성장률 (% q-q)	18.5	22.4	14.3	-15.9	-6.3	2.6	1.4	-5.5				
성장률 (% y-y)	72.9	76.8	82.5	39.5	10.3	-7.5	-18.0	-7.8	35.6	66.6	-6.9	1.7
Refining	10,643	14,016	15,769	12,154	11,002	10,737	11,145	9,772	29,597	52,582	42,655	38,859
Petrochemical	2,806	2,893	2,912	2,416	2,319	2,431	2,114	2,306	9,543	11,027	9,169	8,742
Lubricants	1,043	1,228	1,415	1,296	1,233	1,315	1,178	1,031	3,351	4,981	4,757	4,859
E&P	420	400	379	328	330	327	324	320	420	1,526	1,302	1,237
IE Technology	134	139	135	177	141	174	178	195	604	586	688	1,022
Battery	1,260	1,288	2,194	2,876	2,977	3,492	3,800	4,101	3,050	7,618	14,370	19,489
Others	-44	-58	-51	-110	-66	-71	-74	-80	288	-263	-292	-299
영업이익	1,649	2,329	704	-765	126	650	883	656	1,742	3,917	2,315	3,233
성장률 (% q-q)	RB	41.2	-69.8	BR	RB	416.1	35.7	-25.6				
성장률 (% y-y)	184.7	324.8	4.7	RR	-92.4	-72.1	25.4	RB	RB	124.9	-40.9	39.6
Refining	1,507	2,229	316	-662	125	295	541	224	1,160	3,390	1,183	1,228
성장률 (% q-q)	584.8	48.0	-85.8	BR	RB	136.6	83.5	-58.6				
성장률 (% y-y)	262.1	855.7	8.9	BR	-91.7	-86.8	70.8	RB	RB	192.3	-65.1	3.8
Petrochemical	31	76	108	-87	14	63	16	67	161	128	160	185
성장률 (% q-q)	RB	143.7	42.7	BR	RB	348.8	-74.6	314.8				
성장률 (% y-y)	-73.7	-54.8	28.3	RR	-54.9	-16.9	-85.2	RB	RB	-20.4	24.7	16.1
Lubricants	212	255	336	268	285	331	265	189	961	1,071	1,069	1,041
성장률 (% q-q)	-21.0	20.6	31.6	-20.1	6.3	15.9	-20.0	-28.7				
성장률 (% y-y)	54.3	12.7	2.0	0.2	34.9	29.6	-21.3	-29.7	266.4	11.5	-0.2	-2.6
E&P	198	166	161	117	118	116	115	111	143	642	460	449
성장률 (% q-q)	77.1	-16.1	-3.4	-27.4	0.8	-1.0	-0.8	-4.2				
성장률 (% y-y)	1,654.0	4,516.7	878.7	4.2	-40.7	-30.0	-28.1	-5.2	175.4	348.0	-28.3	-2.3
IE Technology	-3	-13	-27	-5	-9	-1	9	23	81	-48	22	171
성장률 (% q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RB	143.5				
성장률 (% y-y)	BR	BR	BR	RR	RR	RR	RB	RB	-35.8	BR	RB	694.9
Battery	-273	-327	-135	-338	-356	-103	-17	84	-697	-1,073	-393	338
성장률 (% q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RB				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RB	RR	RR	RR	RB
Others	-22	-58	-56	-57	-50	-50	-46	-40	-67	-193	-186	-181
성장률 (% q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	BR	RR	BR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR
세전이익	1,376	2,010	303	-829	80	558	829	576	818	2,860	2,044	2,897
성장률 (% q-q)	68.1	46.1	-84.9	BR	-97.2	593.6	48.7	-30.5				
성장률 (% y-y)	RB	209.5	-58.8	RR	-94.2	-72.3	173.2	RB	RB	249.5	-28.6	41.8
순이익	863	1,338	175	-482	52	364	541	376	489	1,895	1,334	1,891
성장률 (% q-q)	76.7	55.0	-86.9	BR	-97.2	593.6	48.7	-30.5				
성장률 (% y-y)	RB	605.6	-65.7	BR	-93.9	-72.8	209.0	RB	RB	288.0	-29.6	41.8
지배주주순이익	794	1,276	75	-576	42	295	438	305	292	1,569	1,080	1,531
이익률 (%)												
영업이익	10.1	11.7	3.1	-4.0	0.7	3.5	4.7	3.7	3.7	5.0	3.2	4.4
Refining	14.2	15.9	2.0	-5.4	1.1	2.7	4.8	2.3	3.9	6.4	2.8	3.2
Petrochemical	1.1	2.6	3.7	-3.6	0.6	2.6	0.8	2.9	1.7	1.2	1.7	2.1
Lubricants	20.3	20.8	23.8	20.7	23.2	25.1	22.4	18.3	28.7	21.5	22.5	21.4
E&P	47.2	41.6	42.4	35.6	35.6	35.6	35.6	34.6	34.1	42.0	35.3	36.3
IE Technology	-2.3	-9.4	-20.0	-2.7	-6.5	-0.8	5.3	11.7	13.4	-8.2	3.1	16.8
Battery	-21.7	-25.4	-6.1	-11.8	-12.0	-3.0	-0.5	2.0	-22.8	-14.1	-2.7	1.7
Others	49.7	99.6	109.5	52.1	76.5	70.2	61.9	49.6	-23.3	73.2	63.8	60.4
세전이익	8.5	10.1	1.3	-4.3	0.4	3.0	4.4	3.3	1.7	3.7	2.8	3.9
순이익	5.3	6.7	0.8	-2.5	0.3	2.0	2.9	2.1	1.0	2.4	1.8	2.6

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	46,853	78,057	72,650	73,909	81,160
매출원가	42,672	71,030	67,318	67,670	74,331
매출총이익	4,181	7,027	5,332	6,240	6,829
(매출총이익률, %)	8.9	9.0	7.3	8.4	8.4
판매 및 일반관리비	2,440	3,110	3,017	3,007	3,336
영업이익	1,742	3,917	2,315	3,233	3,493
(영업이익률, %)	3.7	5.0	3.2	4.4	4.3
영업외손익	-879	-1,057	-271	-336	-307
금융수익	2,282	7,097	1,632	1,929	2,429
금융비용	3,023	8,107	1,924	2,286	2,758
자본법손익	437	2	21	21	21
기타	-575	-50	0	0	0
세전이익	862	2,860	2,044	2,897	3,185
법인세	374	965	710	1,006	1,107
(법인세율, %)	43.3	33.7	34.7	34.7	34.7
계속사업이익	445	1,895	1,334	1,891	2,079
중단사업이익	44	0	0	0	0
순이익	489	1,895	1,334	1,891	2,079
(순이익률, %)	1.0	2.4	1.8	2.6	2.6
지배주주순이익	292	1,569	1,080	1,531	1,683
비지배주주순이익	196	326	254	360	396
EBITDA	3,255	5,710	3,868	4,598	4,689
(EBITDA 이익률, %)	6.9	7.3	5.3	6.2	5.8
EPS (지배주주)	3,117	16,743	11,522	16,333	17,959
EPS (연결기준)	5,213	20,223	14,231	20,173	22,181
수정 EPS (원)*	3,117	16,743	11,522	16,333	17,959

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	-495	407	2,982	3,154	2,895
당기순이익	489	1,895	1,334	1,891	2,079
현금유출입이없는 비용 및 수익	2,012	3,867	1,943	2,212	2,186
유형자산 감가상각비	1,408	1,616	1,392	1,219	1,063
무형자산 상각비	105	177	161	146	133
기타	499	2,074	390	848	990
영업활동 자산부채 변동	-2,585	-4,270	290	-67	-388
투자활동에서의 현금흐름	-4,111	-5,123	305	-21	-212
유형자산 증감	-2,273	-6,710	-2	-3	-3
장단기금융자산의 증감	-2,100	2,404	133	-31	-179
기타	262	-817	174	13	-30
재무활동에서의 현금흐름	5,030	10,507	1,239	555	570
차입금의 증가(감소)	2,682	9,861	1,239	555	570
자본금의 증가(감소)	1,756	500	0	0	0
배당금	-25	-217	-0	-0	-0
기타	617	363	0	0	0
현금증감	483	6,055	4,807	3,631	2,832
기초현금	2,941	3,424	9,479	14,286	17,917
기말현금	3,424	9,479	14,286	17,917	20,749
Gross cash flow	2,501	5,762	3,277	4,103	4,265
Free cash flow	-3,671	-6,370	2,980	3,151	2,892

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	21,482	31,967	35,216	39,210	44,131
현금 및 현금등가물	3,424	9,479	14,286	17,917	20,749
매출채권	4,249	6,279	5,844	5,945	6,528
재고자산	7,849	11,858	11,036	11,228	12,329
기타	5,960	4,351	4,050	4,120	4,524
비유동자산	28,063	35,252	33,354	32,073	31,346
투자자산	4,930	5,518	5,171	5,251	5,717
유형자산	19,337	25,111	23,720	22,505	21,444
무형자산	1,907	2,078	1,917	1,771	1,638
기타	1,889	2,546	2,546	2,546	2,546
자산총계	49,545	67,219	68,570	71,283	75,476
유동부채	14,512	27,557	26,749	27,248	28,923
매입채무	5,661	9,146	8,513	8,660	9,510
단기차입금	864	7,559	7,559	7,559	7,559
기타 유동부채	7,987	10,852	10,678	11,029	11,854
비유동부채	15,412	16,419	17,315	17,639	18,079
사채 및 장기차입금	13,412	13,404	14,404	14,704	15,004
기타 비유동부채	2,000	3,016	2,911	2,936	3,076
부채총계	29,924	43,977	44,064	44,887	47,002
지배주주지분	17,311	19,652	20,661	22,191	23,874
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	7,698	8,198	8,198	8,198	8,198
이익잉여금	10,199	11,580	12,659	14,190	15,873
기타	-1,054	-595	-665	-665	-665
비지배주주지분	2,310	3,591	3,845	4,204	4,600
자본총계	19,621	23,242	24,505	26,396	28,474
순부채	10,004	16,191	12,740	9,636	7,218

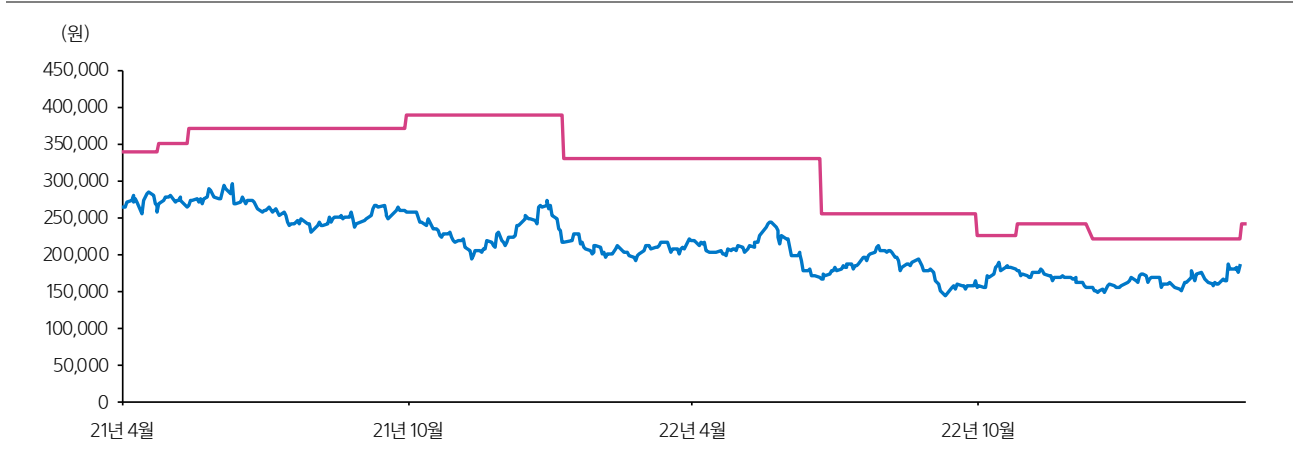
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	35.6	66.6	-6.9	1.7	9.8
영업이익	흑전	124.9	-40.9	39.6	8.0
순이익	흑전	288.0	-29.6	41.8	10.0
수정 EPS**	흑전	437.2	-31.2	41.8	10.0
주당지표					
EPS (지배주주)	3,117	16,743	11,522	16,333	17,959
EPS (연결기준)	5,213	20,223	14,231	20,173	22,181
수정 EPS**	3,117	16,743	11,522	16,333	17,959
BPS	205,968	229,931	241,738	259,646	279,337
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	76.5	9.2	15.9	11.2	10.2
P/B***	1.2	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.6	6.0	8.7	6.7	6.2
비율					
ROE (%)	1.8	8.5	5.4	7.1	7.3
ROA (%)	1.1	3.2	2.0	2.7	2.8
ROIC (%)	4.1	8.7	4.5	6.6	7.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	51.0	69.7	52.0	36.5	25.3
이자보상배율 (배)	4.4	6.1	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 4월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 4월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/3/22	4/12	5/14	6/2	10/19	2022/1/28	7/12	10/20	11/15	2023/1/2	4/10
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	290000	340000	350000	370000	390000	330000	255000	225000	240000	220000	240000
과리율 (평균)	-22.96	-20.03	-21.86	-29.93	-40.42	-37.06	-29.64	-22.71	-29.75	-25.67	
과리율 (최대/최소)	-16.03	-16.62	-20.00	-20.14	-30.26	-26.06	-17.45	-15.78	-25.42	-14.91	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.03.31

매수(78.1%) 중립(21.9%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA