



BUY(유지)

목표주가(12M) 160,000원(하향)
현재주가(02.06) 120,800원

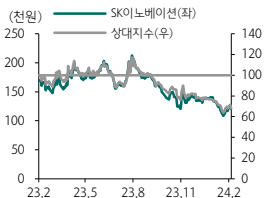
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,576.20
52주 최고/최저(원)	212,534/108,300
시가총액(십억원)	12,159.2
시가총액비중(%)	0.58
발행주식수(천주)	95,735.6
60일 평균 거래량(천주)	386.3
60일 평균 거래대금(십억원)	50.1
외국인지분율(%)	21.81
주요주주 지분율(%)	
SK 외 12 인	34.47
국민연금공단	7.21

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	76,793.8	76,632.8
영업이익(십억원)	2,020.7	3,104.0
순이익(십억원)	681.0	1,564.1
EPS(원)	4,996	14,458
BPS(원)	222,295	248,785

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	46,853.4	78,056.9	77,288.5	75,233.8
영업이익	1,741.7	3,917.3	1,903.9	2,514.7
세전이익	818.5	2,860.2	923.6	2,027.3
순이익	292.1	1,569.0	437.0	1,386.7
EPS	3,042	16,339	4,475	13,608
증감율	흑전	437.11	(72.61)	204.09
PER	77.14	9.27	31.35	9.34
PBR	1.19	0.69	0.67	0.57
EV/EBITDA	10.61	5.98	8.32	6.40
ROE	1.83	8.49	2.20	6.67
BPS	196,503	218,491	210,186	223,793
DPS	0	0	0	0



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

하나증권 리서치센터

2024년 02월 07일 | 기업분석_Earnings Review

SK이노베이션 (096770)

24년 상반기, 정유 호조 vs. 배터리 부진

4Q23 영업이익 컨센 대폭 하회

4Q23 영업이익은 726억원(QoQ -95%, YoY 흑전)으로 컨센(3,102억원)을 77% 하회했다. E&P와 배터리(SK온)의 개선을 제외하면 석유/화학/윤활유 모두 감익되었다. 유가 급락에 따른 재고관련손실과 역래깅 효과 영향이다. 정유는 재고관련손실 약 2,400억원이 반영되었으며, 영업이익 -1,652억원을 기록했다. SK온의 영업이익은 -186억원(QoQ +675억원)을 기록했다. SKBA의 판매 확대에 따라 AMPC 2,401억원(QoQ +14%)이 반영되었으나, AMPC를 제외한 OPM은 -9.5%로 전분기와 유사했다. E&P는 9월 가동된 중국 신규 광구의 생산량이 전체의 20%에 불과함에도 불구하고, 영업이익이 1천억원을 상회했다는 점에 주목할 필요가 있다.

1Q24 정유 큰 폭 개선되나 SK온 적자 대폭 확대 추정

1Q24 영업이익은 3,197억원(QoQ +340%, YoY -15%)으로 현재의 컨센스(6,160억원)을 크게 하회할 것으로 추정한다. 정유/화학은 큰 폭 개선되나, SK온은 적자폭이 다시 대폭 확대되기 때문이다. 정유 영업이익은 3,347억원을 추정한다. 유가의 추가적인 하락폭은 제한적인 가운데, OSP 하락과 견조한 정제마진 덕분에 뚜렷한 실적 개선이 가능하다. 반면, SK온의 영업이익은 -3,133억원(OPM -16%)으로 적자폭 확대가 예상된다. 1) 배터리 판가/물량이 각각 QoQ -10%/-20% 축소되며 매출액 감소 및 부정적 래깅효과가 나타나는 가운데 2) SKBA의 생산직 임시휴직 권고 등 생산 라인 전반의 이슈로 가동률과 출하량이 감소하며 고정비 부담은 늘고 AMPC는 965억원(QoQ -60%)으로 대폭 축소된다. 3) 헝가리 3공장(1Q24/이반차/30GW), 중국SKOY(2Q24/옌청/33GW) 신규 공장 수율 안정화 과정에서 서의 비용 발생 가능성도 감안했다.

2024년 상반기, 정유 호조 vs. 배터리 부진

BUY를 유지하나, TP는 기존 18만원에서 16만원으로 하향한다. 정유사업 실적 추정치는 유지하나, SK온의 상반기 실적 둔화 가능성에 따른 연간 이익 추정치 하향에 따른 영향이다. 정제마진 강세 가능성과 중국 신규 광구의 본격적인 실적 반영은 긍정적이거나, SK온의 상반기 실적 둔화 가능성은 주가의 상승 여력을 제한하는 요소다. 참고로, 회사는 2024년 Capex 9조원(배터리 7.5조원+기타 1.5조원)을 제시했고, 시총의 6.5%에 해당하는 자사주 4,919,974주에 대한 소각을 공시하며 투자와 주주환원에 대한 의지를 다시 확인 시켰다.

도표 1. SK이노베이션 4Q23 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q23P	3Q23	4Q22	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	19,529.3	19,889.1	19,136.8	2.1	-1.8	19,097.3	2.3
영업이익	72.6	1,563.1	-764.9	흑전	-95.4	310.2	-76.6
세전이익	-61.1	1,086.3	-829.4	적지	적전	N/A	N/A
순이익	-89.4	691.3	-575.7	적지	적전	111.1	적전
영업이익률	0.4	7.9	-4.0	4.4	-7.5	1.6	-1.3
세전이익률	-0.3	5.5	-4.3	4.0	-5.8	N/A	N/A
순이익률	-0.5	3.5	-3.0	2.6	-3.9	0.6	-1.0

자료: 하나증권

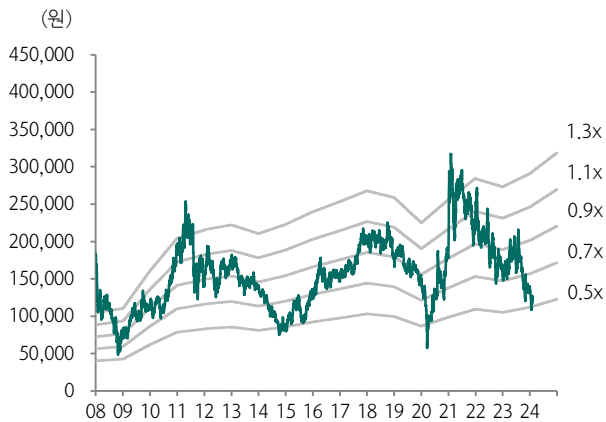
도표 2. SK이노베이션 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2023F			2024F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	77,288.5	76,956.2	0.4	75,233.8	80,620.7	-6.7
영업이익	1,903.9	2,120.6	-10.2	2,514.7	3,061.8	-17.9
세전이익	923.6	1,467.3	-37.1	2,027.3	2,567.3	-21.0
순이익	437.0	833.4	-47.6	1,386.7	1,756.1	-21.0
영업이익률	2.5	7.1	-4.6	3.3	3.8	-0.5
세전이익률	1.2	5.5	-4.3	2.7	3.2	-0.5
순이익률	0.6	3.6	-3.0	1.8	2.2	-0.3

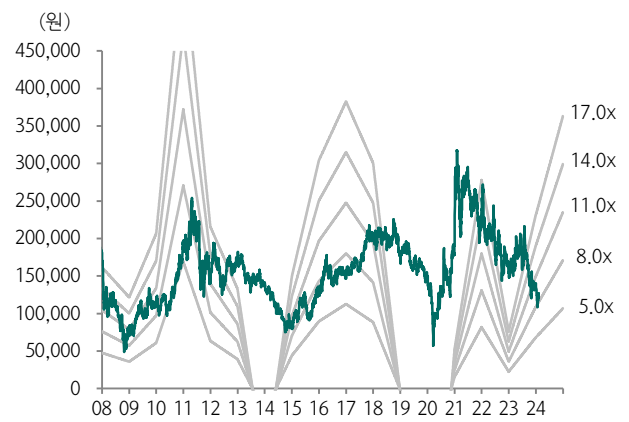
자료: 하나증권

도표 3. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 5. SK이노베이션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY2021	FY2022	FY2023F	FY2024F
매출액	19,142.9	18,727.2	19,889.1	19,529.3	17,891.5	18,889.6	19,195.4	19,257.4	46,381.2	78,056.9	77,288.5	75,233.8
QoQ(%)	0.0%	-2.2%	6.2%	-1.8%	-8.4%	5.6%	1.6%	0.3%				
YoY(%)	17.7%	-5.9%	-12.6%	2.1%	-6.5%	0.9%	-3.5%	-1.4%	34.6%	68.3%	-1.0%	-2.7%
기타(배터리/E&P)	3,698.6	4,017.2	3,480.0	3,105.1	2,337.9	2,749.8	2,983.5	3,246.7	3,617.3	9,466.8	14,300.9	11,317.9
E&P	328.5	248.8	238.9	310.0	355.6	380.3	379.4	384.3	583.9	1,526.4	1,126.2	1,499.6
배터리	3,305.3	3,696.1	3,172.7	2,723.1	1,906.2	2,287.4	2,516.1	2,767.8	3,039.8	7,617.7	12,897.2	9,477.5
소재(LiBs 등)	42.4	52.3	48.1	50.0	55.0	60.5	66.6	73.2	343.8	235.1	192.8	255.3
석유	11,606.9	10,742.9	12,322.8	12,878.0	11,899.0	12,467.9	12,542.4	12,325.9	29,597.1	52,581.7	47,550.6	49,235.2
화학	2,535.1	2,857.4	2,899.7	2,452.0	2,364.6	2,375.6	2,377.0	2,376.6	9,543.3	11,026.9	10,744.2	9,493.8
윤활유	1,302.3	1,109.7	1,186.6	1,094.2	1,290.0	1,296.3	1,292.4	1,308.2	3,350.9	4,981.5	4,692.8	5,187.0
영업이익	375.0	-106.8	1,563.1	72.6	319.7	606.8	749.4	838.9	1,930.5	3,917.4	1,903.9	2,514.7
영업이익률(%)	2.0%	-0.6%	7.9%	0.4%	1.8%	3.2%	3.9%	4.4%	4.2%	5.0%	2.5%	3.3%
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	-95.4%	340.4%	89.8%	23.5%	11.9%				
YoY(%)	-77.3%	적전	122.1%	흑전	-14.7%	흑전	-52.1%	1055.5%	흑전	102.9%	-51.4%	32.1%
기타(배터리/E&P)	-263.9	-125.6	-51.6	8.8	-265.2	-27.2	99.4	175.6	-785.0	-624.0	-432.3	-17.4
영업이익률(%)	-7.1%	-3.1%	-1.5%	0.3%	-11.3%	-1.0%	3.3%	5.4%	-21.7%	-6.6%	-3.0%	-0.2%
QoQ(%)	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전	76.7%				
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	1895.9%	적지	적지	적지	적지
E&P	113.5	68.2	79.4	107.1	127.8	141.1	140.5	143.1	197.3	641.5	368.2	552.5
배터리	-344.7	-131.5	-86.1	-18.6	-313.3	-88.6	38.6	112.3	-683.1	-1,072.7	-580.9	-251.1
소재(LiBs 등)	-4.0	-0.1	3.5	11.6	5.5	7.3	9.3	10.2	80.8	-48.0	11.0	32.3
영업이익률(%)	-9.4%	-0.2%	7.3%	23.2%	10.0%	12.0%	14.0%	14.0%	23.5%	-20.4%	5.7%	12.7%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	231.4%	-52.6%	32.0%	28.3%	10.0%				
YoY(%)	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	166.2%	-11.6%	-35.8%	적전	흑전	193.9%
석유	274.8	-411.2	1,112.5	-165.2	334.7	349.4	347.6	352.9	1,160.0	3,391.1	810.9	1,384.7
영업이익률(%)	2.4%	-3.8%	9.0%	-1.3%	2.8%	2.8%	2.8%	2.9%	3.9%	6.4%	1.7%	2.8%
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	4.4%	-0.5%	1.5%				
YoY(%)	-81.8%	적전	251.5%	적지	21.8%	흑전	-68.8%	흑전	흑전	192.3%	-76.1%	70.8%
화학	108.9	170.2	237.0	0.4	62.0	86.6	96.1	94.1	160.8	127.1	516.5	338.8
영업이익률(%)	4.3%	6.0%	8.2%	0.0%	2.6%	3.6%	4.0%	4.0%	1.7%	1.2%	4.8%	3.6%
QoQ(%)	흑전	56.3%	39.2%	-99.8%	15394.3%	39.8%	11.0%	-2.1%				
YoY(%)	249.0%	123.9%	118.8%	흑전	-43.1%	-49.1%	-59.4%	23420.4%	흑전	-21.0%	306.4%	-34.4%
윤활유	259.2	259.9	261.7	217.0	182.8	190.7	196.9	206.0	960.9	1,071.2	997.8	776.3
영업이익률(%)	19.9%	23.4%	22.1%	19.8%	14.2%	14.7%	15.2%	15.7%	28.7%	21.5%	21.3%	15.0%
QoQ(%)	-3.4%	0.3%	0.7%	-17.1%	-15.8%	4.3%	3.3%	4.6%				
YoY(%)	22.5%	1.8%	-22.1%	-19.2%	-29.5%	-26.6%	-24.8%	-5.1%	266.5%	11.5%	-6.9%	-22.2%
당기순이익	-52.0	-120.4	729.6	-10.9	73.1	360.1	496.1	611.5	488.5	1,895.2	546.3	1,540.8
당기순이익률(%)	-0.3%	-0.6%	3.7%	-0.1%	0.4%	1.9%	2.6%	3.2%	1.1%	2.4%	0.7%	2.0%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	적전	흑전	392.9%	37.8%	23.3%				
YoY(%)	적전	적전	316.5%	적지	흑전	흑전	-32.0%	흑전	흑전	288.0%	-71.2%	182.0%
지배순이익	-131.1	-222.1	691.3	-89.4	60.5	298.1	446.5	581.6	292.1	1,569.0	437.0	1,386.7

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	46,853.4	78,056.9	77,288.5	75,233.8	81,630.5
매출원가	42,672.1	71,029.7	72,300.2	70,023.3	75,237.2
매출총이익	4,181.3	7,027.2	4,988.3	5,210.5	6,393.3
판매비	2,439.6	3,109.9	3,084.4	2,695.7	2,704.4
영업이익	1,741.7	3,917.3	1,903.9	2,514.7	3,688.9
금융손익	(741.5)	(1,009.6)	(1,075.3)	(574.4)	(592.5)
종속/관계기업손익	436.8	2.3	95.0	87.0	87.0
기타영업외손익	(618.5)	(49.8)	0.0	0.0	0.0
세전이익	818.5	2,860.2	923.6	2,027.3	3,183.4
법인세	373.7	965.0	377.3	486.6	764.0
계속사업이익	444.8	1,895.2	546.3	1,540.8	2,419.4
중단사업이익	43.7	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	488.5	1,895.2	546.3	1,540.8	2,419.4
비배주주지분 순이익	196.4	326.2	109.3	154.1	241.9
지배주주순이익	292.1	1,569.0	437.0	1,386.7	2,177.4
지배주주지분포괄이익	938.2	1,803.4	476.9	1,345.0	2,112.0
NOPAT	946.4	2,595.7	1,126.1	1,911.2	2,803.6
EBITDA	3,255.4	5,710.5	4,335.2	5,329.8	6,870.4
성장성(%)					
매출액증가율	35.61	66.60	(0.98)	(2.66)	8.50
NOPAT증가율	흑전	174.27	(56.62)	69.72	46.69
EBITDA증가율	흑전	75.42	(24.08)	22.94	28.91
영업이익증가율	흑전	124.91	(51.40)	32.08	46.69
(지배주주)순이익증가율	흑전	437.14	(72.15)	217.32	57.02
EPS증가율	흑전	437.11	(72.61)	204.09	57.02
수익성(%)					
매출총이익률	8.92	9.00	6.45	6.93	7.83
EBITDA이익률	6.95	7.32	5.61	7.08	8.42
영업이익률	3.72	5.02	2.46	3.34	4.52
계속사업이익률	0.95	2.43	0.71	2.05	2.96

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,042	16,339	4,475	13,608	21,367
BPS	196,503	218,491	210,186	223,793	245,160
CFPS	26,044	60,001	43,217	51,179	66,296
EBITDAPS	33,900	59,465	44,389	52,303	67,420
SPS	487,901	812,834	791,369	738,281	801,053
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	77.14	9.27	31.35	9.34	5.95
PBR	1.19	0.69	0.67	0.57	0.52
PCFR	9.01	2.53	3.25	2.48	1.92
EV/EBITDA	10.61	5.98	8.32	6.40	5.25
PSR	0.48	0.19	0.18	0.17	0.16
재무비율(%)					
ROE	1.83	8.49	2.20	6.67	9.65
ROA	0.66	2.69	0.64	1.95	2.89
ROIC	4.01	8.02	2.85	4.55	6.21
부채비율	152.51	189.21	192.85	193.04	185.56
순부채비율	50.99	69.66	77.67	71.21	72.41
이자보상배율(배)	4.42	6.06	2.41	3.15	4.54

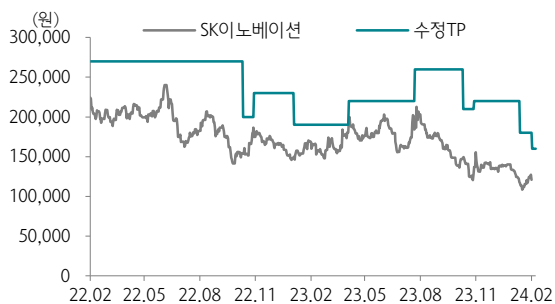
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	21,481.7	31,966.7	29,732.3	30,253.2	30,555.0
금융자산	7,484.3	11,159.8	9,130.2	10,198.3	8,796.4
현금성자산	3,423.8	9,479.1	7,466.0	8,578.3	7,038.7
매출채권	4,248.7	6,278.8	6,217.0	6,051.7	6,566.2
재고자산	7,849.1	11,857.7	11,741.0	11,428.8	12,400.6
기타유동자산	1,899.6	2,670.4	2,644.1	2,574.4	2,791.8
비유동자산	28,063.3	35,252.2	39,341.0	42,788.7	46,956.9
투자자산	4,929.6	5,518.0	5,468.6	5,336.6	5,747.7
금융자산	645.5	746.3	743.9	737.4	757.5
유형자산	19,337.5	25,110.6	29,409.5	33,135.4	37,025.4
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	2,545.9
자산총계	49,544.9	67,218.9	69,073.3	73,042.0	77,512.0
유동부채	14,512.4	27,557.2	28,981.9	31,109.1	32,821.7
금융부채	2,716.1	12,434.6	12,434.2	12,433.2	12,436.2
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	8,111.8	8,764.9
비유동부채	15,411.8	16,419.4	16,504.6	17,007.0	17,546.8
금융부채	14,772.3	14,914.9	15,014.9	15,514.9	16,014.9
기타비유동부채	639.5	1,504.5	1,489.7	1,492.1	1,531.9
부채총계	29,924.2	43,976.6	45,486.5	48,116.1	50,368.5
지배주주지분	17,310.9	19,651.6	20,088.6	21,475.3	23,652.6
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	12,016.6	13,403.3	15,580.6
비지배주주지분	2,309.8	3,590.7	3,498.2	3,450.6	3,490.9
자본총계	19,620.7	23,242.3	23,586.8	24,925.9	27,143.5
순금융부채	10,004.1	16,189.7	18,319.0	17,749.9	19,654.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(495.5)	406.6	4,498.6	5,821.1	5,017.7
당기순이익	488.5	1,895.2	546.3	1,540.8	2,419.4
조정	1,601.5	2,781.8	2,856.5	2,728.1	3,094.5
감가상각비	1,513.7	1,793.2	2,431.4	2,815.1	3,181.5
외환거래손익	96.2	(376.5)	520.1	0.0	0.0
지분법손익	(575.5)	(4.2)	(95.0)	(87.0)	(87.0)
기타	567.1	1,369.3	(0.0)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(2,585.5)	(4,270.4)	1,095.8	1,552.2	(496.2)
투자활동 현금흐름	(4,110.7)	(5,123.3)	(7,130.4)	(6,333.3)	(7,602.0)
투자자산감소(증가)	(181.5)	(586.1)	(57.3)	17.4	(525.8)
자본증가(감소)	(2,272.8)	(6,709.6)	(6,569.5)	(6,394.9)	(6,938.6)
기타	(1,656.4)	2,172.4	(503.6)	44.2	(137.6)
재무활동 현금흐름	5,029.7	10,507.2	99.6	499.0	502.9
금융부채증가(감소)	2,682.3	9,861.1	99.6	499.0	503.0
자본증가(감소)	1,755.7	500.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	616.9	145.8	0.1	0.1	(0.0)
배당지급	(25.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
현금의 증감	483.2	5,790.4	(1,748.3)	1,112.4	(1,539.6)
Unlevered CFO	2,501.0	5,761.9	4,220.7	5,215.3	6,755.9
Free Cash Flow	(3,670.7)	(6,370.0)	(2,071.0)	(573.8)	(1,920.9)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK이노베이션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.7	BUY	160,000		
24.1.18	BUY	180,000	-35.07%	-29.39%
23.11.3	BUY	220,000	-38.12%	-29.32%
23.10.16	BUY	210,000	-36.22%	-28.76%
23.8.3	BUY	260,000	-35.17%	-21.92%
23.7.28	BUY	260,000	-21.42%	-18.26%
23.4.10	BUY	220,000	-18.77%	-7.64%
23.1.9	BUY	190,000	-14.75%	-3.05%
22.11.4	BUY	230,000	-27.86%	-20.86%
22.10.17	BUY	200,000	-18.22%	-6.77%

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 2024년 2월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 2월 7일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	93.52%	6.02%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 02월 04일