

SK이노베이션

(096770)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

180,000

유지

현재주가

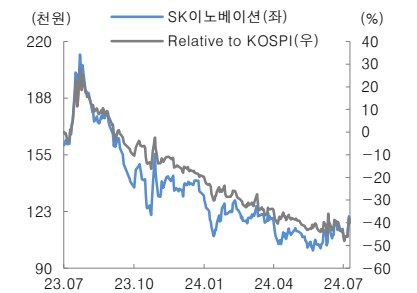
115,900

(24.07.18)

정유업중

KOSPI	2824.35
시가총액	11,205십억원
시가총액비중	0.49%
자본금(보통주)	479십억원
52주 최고/최저	212,534원 / 100,000원
120일 평균거래대금	686억원
외국인지분율	22.26%
주요주주	SK 외 10 인 36.25% 국민연금공단 6.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.4	9.1	-0.6	-30.9
상대수익률	10.0	1.8	-14.1	-36.2



2H24 SK온 실적개선 여부가 관건

- 2Q24 예상 OP 993억원, 컨센서스(3,690억원) -73.1% 하회 전망
- 정제마진 하락 및 SK온 실적부진(판매량 예상치 하회, ASP 하락)에 기인
- SK E&S 합병 관련 우려 요소는 해소되었으나 SK온의 실적개선이 관건

투자의견 매수, 목표주가 180,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 합병 이후 SK E&S의 사업가치 14.5조원 반영. 24년 예상 EBITDA 1.8조원에 Target 멀티플 8.0배(한국가스공사, 예스코홀딩스, SK가스) 평균치 적용.

2Q24 Preview: 예상 OP 993억원, 시장기대치 -73.1% 하회 전망

정유부문 예상 OP 760억원 QoQ -87.1% 전망. 2Q24 기준 동사의 추정 정제마진 배럴 당 1.5달러로 QoQ -6달러 하락. 북미 드라이빙 시즌 효과 부진한 가운데, 중국 및 Dagote 수출물량 증가 영향으로 마진 약세 심화. 윤활유 부문 예상 OP 2,178억원으로 전분기대비 소폭 감소. 2Q 평균 그룹3 판가 1,108달러/톤으로 QoQ -1.2% 감소에 기인.

SK온(배터리부문) OP -4,249억원으로 QoQ -934억원 예상. 전방 고객사 수요 약세 지속되며 북미공장 판매량 예상치 하회한 가운데, 메탈가격 약세에 따른 ASP 하락(QoQ -4%)에 기인. 헝가리 3공장(30GWh) 신규 가동 시작되었으나 저위 가동으로 인한 고정비 부담 증가, AMPC 추정치 하향 조정.

SK이노베이션 합병 관련 코멘트

SK이노베이션과 SK E&S의 합병비율이 1:1.19 수준으로 최종 결정. 동시에 SK온과 SKTI, SK엔텀 간의 합병 진행 예정. 금번 합병을 통해 1) SKTI를 통한 2차 전지 원자재 트레이딩, ESS, 액침냉각 등의 사업 시너지 효과, 2) SK E&S EBITDA 창출능력 1.8조원에 따른 SK이노베이션의 자금 출자 노력 확보효과 기대. SK E&S가 보유한 RCPS 금액 소멸 방식으로 약 3.6조원의 현금 상환이나, 현물 상환(도시가스 사업부 매각) 가능성이 거론되었으나, 일부 언론 보도에 따르면 합병 이후 기존과 동일한 조건으로 RCPS를 재발행하는 협상이 진행중인 것으로 알려져 재무구조 개선 여부에 대한 우려는 해소될 것으로 전망. 단, SK온의 전방 고객사 수요 부진과 신규 공장(헝가리/엔청) 가동 지연에 따른 고정비 부담 증가, AMPC 리스크 등에 따른 실적 추정치 하향은 여전히 추가 상방 제한 요소로 작용 전망.

(단위: 십억원, %)

구분	2Q23	1Q24	2Q24(F)				3Q24			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	18,727	18,855	18,656	19,529	4.3	3.6	19,276	20,489	3.0	4.9
OP	-274	586	558	99	흑전	-83.1	369	442	-67	346
순이익	-222	-73	29	-11	적지	적지	81	27	-96	흑전

자료: SK이노베이션, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. SK 이노베이션 분기별 이익 추정 테이블									(단위: 십억원)		
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	19,142.9	18,727.3	19,889.1	19,529.3	18,855.1	19,528.9	20,489.2	20,082.9	77,288.5	78,956.2	80,132.5
정유	11,606.9	10,742.9	12,322.8	12,878.0	12,854.8	13,024.1	13,498.8	12,716.7	47,550.6	52,094.4	46,482.3
석유화학	2,535.1	2,857.4	2,899.7	2,452.0	2,759.0	2,968.9	3,093.3	3,091.8	10,744.2	11,913.0	12,103.6
윤활기유	1,302.3	1,109.7	1,186.6	1,094.2	1,137.3	883.9	863.1	841.5	4,692.8	3,725.8	3,188.0
배터리	3,305.3	3,696.1	3,172.7	2,723.1	1,683.6	2,169.4	2,499.5	2,912.5	12,897.2	9,264.9	16,350.5
기타(E&P,소재 등)	393.3	321.1	307.3	382.0	420.4	482.6	534.5	520.4	1,403.7	1,958.0	2,008.2
영업이익	375.0	-106.8	1,563.1	72.6	624.7	99.3	442.6	512.6	1,903.9	1,679.3	2,709.1
영업이익률(%)	2.0%	-0.6%	7.9%	0.4%	3.3%	0.5%	2.2%	2.6%	2.5%	2.1%	3.4%
정유	274.8	-411.2	1,112.5	-165.2	591.1	76.0	205.2	159.3	810.9	1,031.7	526.7
영업이익률(%)	2.4%	-3.8%	9.0%	-1.3%	4.6%	0.6%	1.5%	1.3%	1.7%	2.0%	1.1%
석유화학	108.9	170.2	237.0	0.4	124.5	128.0	153.5	158.0	516.5	564.1	663.0
영업이익률(%)	4.3%	6.0%	8.2%	0.0%	4.5%	4.3%	5.0%	5.1%	4.8%	4.7%	5.5%
윤활기유	259.2	259.9	261.7	217.0	220.4	217.8	195.8	200.7	997.8	834.6	833.8
영업이익률(%)	19.9%	23.4%	22.1%	19.8%	19.4%	24.6%	22.7%	23.8%	21.3%	22.4%	26.2%
배터리	-344.7	-131.5	-86.1	-18.6	-331.5	-424.9	-230.9	-118.4	-580.9	-1,105	274.6
영업이익률(%)	-10.4%	-3.6%	-2.7%	-0.7%	-19.7%	-19.6%	-9.2%	-4.1%	-4.5%	-11.9%	1.7%
기타(E&P,소재 등)	76.8	5.8	38.0	39.0	20.2	102.3	119.0	113.0	159.6	354.5	411.0
영업이익률(%)	19.5%	1.8%	12.4%	10.2%	4.8%	21.2%	22.3%	21.7%	11.4%	18.1%	20.5%
세전이익	156.3	-257.9	1,086.3	-52.6	18.2	-331.9	463.5	444.4	932.2	594.3	1,024.7
지배주주순이익	-131.1	-222.1	691.3	-81.8	-72.6	-152.7	213.3	204.5	256.3	192.5	471.5
% YoY											
매출액	17.7	-5.9	-12.6	2.1	-1.5	4.3	3.0	2.8	-1.0	2.2	1.5
정유	9.1	-23.4	-21.9	6.0	10.8	21.2	9.5	-1.3	-9.6	9.6	-10.8
석유화학	-9.7	-1.2	-0.4	1.5	8.8	3.9	6.7	26.1	-2.6	10.9	1.6
윤활기유	24.9	-9.6	-16.1	-15.6	-12.7	-20.3	-27.3	-23.1	-5.8	-20.6	-14.4
배터리	162.3	187.0	44.6	-5.3	-49.1	-41.3	-21.2	7.0	69.3	-28.2	76.5
영업이익	-77.3	적전	122.0	흑전	66.6	흑전	-71.7	605.9	-51.4	-11.8	61.3
정유	-81.8	적전	251.5	적지	115.1	흑전	-81.6	흑전	-76.1	27.2	-48.9
석유화학	249.0	123.9	118.8	흑전	14.3	-24.8	-35.2	39,411.5	303.4	9.2	17.5
윤활기유	22.5	1.8	-22.1	-19.2	-15.0	-16.2	-25.2	-7.5	-6.9	-16.4	-0.1
배터리	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
세전이익	-88.6	적전	258.0	적지	-88.4	적지	-57.3	흑전	-67.4	-36.2	72.4
지배주주순이익	적전	적전	823.8	적지	적지	적지	-69.1	흑전	-83.7	-24.9	145.0
% QoQ											
매출액	0.0	-2.2	6.2	-1.8	-3.5	3.6	4.9	-2.0			
정유	-4.5	-7.4	14.7	4.5	-0.2	1.3	3.6	-5.8			
석유화학	4.9	12.7	1.5	-15.4	12.5	7.6	4.2	-0.1			
윤활기유	0.5	-14.8	6.9	-7.8	3.9	-22.3	-2.4	-2.5			
배터리	14.9	11.8	-14.2	-14.2	-38.2	28.9	15.2	16.5			
영업이익	흑전	적전	흑전	-95.4	760.3	-84.1	345.6	15.8			
정유	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-87.1	170.0	-22.4			
석유화학	흑전	56.3	39.2	-99.8	31,025.0	2.8	19.9	2.9			
윤활기유	-3.4	0.3	0.7	-17.1	1.6	-1.2	-10.1	2.5			
배터리	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지			
세전이익	흑전	적전	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-4.1			
지배주주순이익	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	-4.1			

자료: SK 이노베이션, 대신증권 Research&Strategy 본부

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	75,589	74,853	78,956	80,133	4.5	7.1
판매비와 관리비	3,721	3,720	3,770	3,761	1.3	1.1
영업이익	2,796	3,941	1,679	2,709	-40.0	-31.3
영업이익률	3.7	5.3	2.1	3.4	-1.6	-1.9
영업외손익	-1,387	-1,494	-1,085	-1,684	적자유지	적자유지
세전순이익	1,410	2,447	594	1,025	-57.9	-58.1
지배지분순이익	639	1,268	192	472	-69.9	-62.8
순이익률	1.0	2.0	0.3	0.8	-0.7	-1.2
EPS(지배지분순이익)	6,547	13,079	1,970	4,862	-69.9	-62.8

자료: SK이노베이션, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	78,057	77,288	78,956	80,133	80,133
영업이익	3,917	1,904	1,679	2,709	2,709
세전순이익	2,860	932	594	1,025	845
총당기순이익	1,895	555	259	634	523
지배지분순이익	1,569	256	192	472	533
EPS	16,339	2,624	1,970	4,862	5,493
PER	9.3	53.5	60.8	24.6	21.8
BPS	204,639	227,337	229,074	235,524	241,017
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	8.5	1.2	0.9	2.1	2.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: SK이노베이션, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	78,057	77,288	78,956	80,133	80,133
매출원가	71,030	72,274	73,546	73,662	73,662
매출총이익	7,027	5,014	5,410	6,470	6,470
판매비와관리비	3,110	3,727	3,770	3,761	3,761
영업이익	3,917	1,904	1,679	2,709	2,709
영업이익률	5.0	2.5	2.1	3.4	3.4
EBITDA	5,710	3,317	4,665	6,648	7,460
영업외손익	-1,057	-972	-1,085	-1,684	-1,864
관계기업손익	2	133	83	272	272
금융수익	7,097	5,243	3,887	2,478	2,478
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-8,107	-6,178	-5,004	-4,398	-4,577
외환관련손실	4043	3,066	2,047	2,172	2,172
기타	-50	-170	-51	-36	-36
법인세비용차감전순손익	2,860	932	594	1,025	845
법인세비용	-965	-377	-335	-391	-322
계속사업순손익	1,895	555	259	634	523
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,895	555	259	634	523
당기순이익률	2.4	0.7	0.3	0.8	0.7
비지배지분순이익	326	299	66	163	-10
지배지분순이익	1,569	256	192	472	533
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	17	10	10	10	10
포괄순이익	2,066	654	358	734	623
비지배지분포괄이익	262	288	92	188	-11
지배지분포괄이익	1,803	366	266	546	634

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	16,339	2,624	1,970	4,862	5,493
PER	9.3	53.5	60.8	24.6	21.8
BPS	204,639	227,337	229,074	235,524	241,017
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	59,465	33,961	47,774	68,544	76,916
EV/EBITDA	6.0	11.9	10.0	8.3	8.3
SPS	812,834	791,369	808,512	826,245	826,245
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
CFPS	60,001	33,355	45,085	75,643	84,016
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	66.6	-1.0	2.2	1.5	0.0
영업이익 증가율	124.9	-51.4	-11.8	61.4	0.0
순이익 증가율	288.0	-70.7	-53.4	145.1	-17.5
수익성					
ROC	8.0	2.7	1.4	2.8	2.5
ROA	6.7	2.6	2.0	2.9	2.7
ROE	8.5	1.2	0.9	2.1	2.3
안정성					
부채비율	189.2	169.3	191.7	209.0	224.5
순차입금비율	69.7	58.4	90.6	115.3	135.4
이자보상배율	6.1	1.7	1.6	2.2	1.9

자료: SK이노베이션, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	31,967	33,280	31,255	29,734	28,978
현금및현금성자산	9,479	13,074	10,682	8,902	8,146
매출채권 및 기타채권	8,095	7,819	7,947	8,037	8,037
재고자산	11,858	11,123	11,363	11,532	11,532
기타유동자산	2,535	1,264	1,264	1,264	1,264
비유동자산	35,252	47,556	56,987	65,694	73,589
유형자산	25,111	35,843	44,216	51,658	58,273
관계기업투자금	4,772	6,049	7,289	8,717	10,146
기타비유동자산	5,370	5,663	5,483	5,319	5,170
자산총계	67,219	80,836	88,242	95,428	102,567
유동부채	27,557	29,399	34,148	38,842	43,406
매입채무 및 기타채무	14,411	17,320	17,504	17,634	17,634
차입금	7,559	8,185	7,885	7,585	7,285
유동성채무	4,839	3,435	8,300	13,164	18,028
기타유동부채	749	459	459	459	459
비유동부채	16,419	21,416	23,848	25,702	27,556
차입금	13,404	17,715	20,646	22,500	24,354
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3,016	3,702	3,202	3,202	3,202
부채총계	43,977	50,816	57,995	64,544	70,962
자배지분	19,652	22,203	22,371	22,842	23,375
자본금	469	510	485	485	485
자본잉여금	8,198	10,396	10,396	10,396	10,396
이익잉여금	11,580	11,253	11,445	11,917	12,450
기타지분변동	-595	45	45	45	45
비지배지분	3,591	7,817	7,876	8,042	8,230
자본총계	23,242	30,020	30,247	30,884	31,605
순차입금	16,189	17,523	27,411	35,610	42,785

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	407	5,368	7,342	10,095	10,925
당기순이익	1,895	555	259	634	523
비현금항목의 가감	3,867	2,703	4,144	6,702	7,625
감가상각비	1,793	2,030	3,025	3,939	4,751
외환손익	-376	-195	-2	1,407	1,407
지분법평가손익	-2	-133	0	0	0
기타	2,452	1,001	1,122	1,356	1,467
자산부채의 증감	-4,270	3,766	4,174	4,228	4,358
기타현금흐름	-1,085	-1,656	-1,235	-1,469	-1,580
투자활동 현금흐름	-5,123	-11,244	-12,251	-12,440	-12,440
투자자산	-725	-1,275	-1,239	-1,428	-1,428
유형자산	-6,710	-11,217	-11,217	-11,217	-11,217
기타	2,311	1,248	205	205	205
재무활동 현금흐름	10,507	9,490	12,674	11,622	11,622
단기차입금	6,884	610	-300	-300	-300
사채	2,415	2,854	2,854	1,854	1,854
장기차입금	0	0	77	0	0
유상증자	0	1,137	-25	0	0
현금배당	-217	-314	0	0	0
기타	1,426	5,203	10,067	10,067	10,067
현금의 증감	6,055	3,595	-2,393	-1,780	-756
기초 현금	3,424	9,479	13,074	10,682	8,902
기말 현금	9,479	13,074	10,682	8,902	8,146
NOPLAT	2,596	1,133	731	1,676	1,676
FCF	-2,676	-8,293	-7,482	-5,623	-4,811

[Compliance Notice]

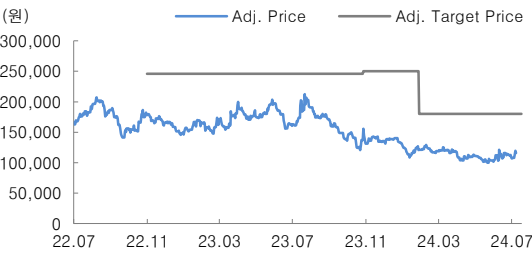
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:위정원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK이노베이션(096770) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.07.19	24.04.30	24.04.09	24.02.07	23.12.02	23.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	180,000	180,000	180,000	250,000	250,000
과리율(평균%)		(37.16)	(34.82)	(33.02)	(47.38)	(44.40)
과리율(최대/최소%)		(28.39)	(28.39)	(28.39)	(42.20)	(42.20)
제시일자	23.07.31	23.06.01	23.05.11	23.04.07	23.02.08	22.11.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	246,000	246,000	246,000	246,000	246,000	246,000
과리율(평균%)	(30.96)	(27.67)	(27.07)	(32.46)	(33.86)	(33.94)
과리율(최대/최소%)	(13.60)	(17.40)	(23.24)	(18.80)	(25.12)	(27.00)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240716)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	95.6%	4.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상