

SK 이노베이션

(096770)

탄소가 미래다

투자의견

BUY(유지)

목표주가

200,000 원(유지)

현재주가

112,700 원(4/29)

시가총액

10,789(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 200,000원 유지. 1Q24 매출액 19조원(-3%qoq, -2%yoy), 영업이익 6,247억원(+760%qoq, +67%yoy), 당기순손실 976억원(적지qoq, 적지yoy) 발표. 배터리 사업 적자 확대에도 석유, 화학, 윤활유 사업 실적 개선으로 영업이익은 컨센서스를 상회했으며, 외환/파생상품 영업외손실로 순이익은 감소. 배터리 사업 매출액 및 영업손실은 1.7조원, 3,315억원(OPM -19.7%)으로 당사 추정에 부합했으며, 북미 공장 라인전환으로 물량 30% 감소, 고정비 부담 심화(31→55달러/kWh), AMPC도 385억원(-84%qoq)에 그쳐 실적 역성장
- 2Q24 전사 매출액 21조원(+11%qoq, +12%yoy), 영업이익 4,518억원(-28%qoq, 흑전yoy), SK On 매출액 1.9조원(+15%qoq, -48%yoy), 영업손실 3,203억원(적지qoq, 적지yoy) 전망. SK On 수주잔고는 400조원으로 110조원 증가. 미국을 시작으로 현대기아차 라인 전환이 진행될 경우, 전사 가동률 상승 및 완만한 실적 턴어라운드 전망. Carbon to Green 전략 수정, 탄소사업 실적 증가, 경쟁사와 시가총액 갭 축소를 감안해 매수 의견을 추천함

주가(원,4/29)	112,700
시가총액(십억원)	10,789

발행주식수(천주)	95,736
52주 최고가(원)	229,500
최저가(원)	102,600
52주 일간 Beta	1.42
60일 일평균거래대금(억원)	494
외국인 지분율(%)	22.7
배당수익률(2024F, %)	0.0

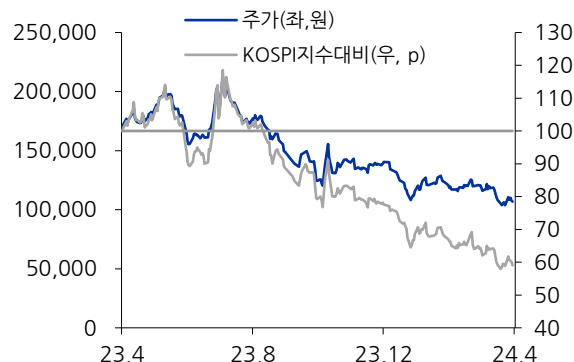
주주구성(%)	
SK (외 11인)	36.3
국민연금공단 (외 1인)	7.6

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-0.7	-26.0	-41.3
절대기준	-2.8	-9.3	-33.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	200,000	200,000	-
영업이익(24)	2,473	2,630	▼
영업이익(25)	3,232	3,651	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	77,288	81,685	82,158	86,595
영업이익	1,287	2,473	3,232	2,581
세전손익	932	986	1,589	718
당기순이익	555	566	1,097	491
EPS(원)	2,546	2,564	7,081	3,013
증감률(%)	-84.6	0.7	176.2	-57.5
PER(배)	55.1	44.0	15.9	37.4
ROE(%)	1.2	1.2	3.4	1.4
PBR(배)	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	9.6	7.2	6.8	7.8

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A - 배터리]

Q. 배터리 1Q 수익성 반락 원인

- 고객사 재고조정 등 원인
- '24년 고객사 재고조정 완료/신차 출시에 따른 출하량&C 증가 전망
- 내부적으로 원가절감과 동시에 수요 회복 대비해 내실 다지는 중
- 하반기 BEP 달성 목표 유지

Q. 자금조달

- '24년 투자 부담 가장 큰 프로젝트는 포드 BOSK와 현대 북미 JV
- BOSK DOE ATVM 자금 조달 위한 conditional commitment 확보, 최종 파이낸싱 계약 협상 중
 - 대부분을 ATVM으로 커버 가능하다 판단
- 현대 북미 JV는 파트너사 대여금 및 다양한 외부 financing 옵션 상세 검토 중
- AMPC 유동화 및 재무구조 개선 위한 다양한 옵션 검토 중

Q. 배터리 북미 생산라인 전환투자

- 수익성 중심의 탄력적 대응 중이며, 개별공장의 세부 변동사항에 대해서는 구체적 언급 어려움

Q. 포드향 물량 축소 가능성

- 이전 내용이 다시 기사화된 것으로 파악
- 당사 사업계획에 이미 반영되어 있는 내용

Q. AMPC 가이던스

- 1Q24 재고소진 효과로 예상보다 낮은 미국 판매 (AMPC 385 억원)
- 2Q부터 미국 물량 증가로 AMPC 금액 상승 기대

Q. 하반기 배터리 전망

- 메탈가/배터리 가격 하락이 OEM 자동차 가격 하락으로 이어지며 최종 제품 수요 촉진 가능 기대
- 올해 하반기 이후 고객사 신차 출시가 계획되어 있어 배터리 수요 증가 기대
 - 아이오닉 5 페이스리프트, 포드 트랜짓 커스텀, 아우디 Q6 e-tron 등
- 향후 1~2 년 내 포드 익스플로러, 아이오닉 대형 SUV, 아이오닉 6 북미생산모델, 폴스타 5 등 예고되어 있어 긍정적

Q. 헝가리 3 공장/엔청공장 현황 및 전망

- 신규 사이트들은 수요에 기반하여 자재조달, 운영인력, 설비 등 생산 전반에 대해 차질 없이 준비
- 헝가리 이반차 2Q 내 상업가동 준비 중
 - 인력 조기채용 통해 인근 코마롬 공장에서 skill 교육
- 기안정화된 사이트 벤치마킹을 통해 생산성 제고 계획
- 당사 쏘공장 수율안정화 단계 진입 (1Q24 쏘법인 수율 90% 초중반)

[컨퍼런스콜 Q&A - 기타]**Q. 석유시황 및 전망**

- 2월중순까지 북미 한파 + 우크라이나의 러 정유소 공격 등 타이트한 공급상황으로 시황 개선
- 등경유 3월부터 약세를 보이고 있으나, 경질유 제품은 견조한 시황 지속
- 5~6월 드라이빙 시즌 도래에 따른 계절적 성수기 진입 + 항공유 비축수요 효과로 재고 해소

Q. 중동발 리스크 대응방안

- 도입원유 중 70% 이상을 홍해 및 호르무즈 해협을 통해 조달 중
- 과거 호르무즈 해협이 봉쇄된 사례가 없었으며, 우회 루트 확보해 둔 상황
- 유사 시 대체원유 신속 확보를 위한 비상 플랜 수립 완료

Q. 2Q~3Q 화학 실적 전망

- 아로마틱

- 2Q 가솔린 블렌딩 수요로 스프레드 점진 개선 전망
- PX 폴리에스터 고물가동 지속 등 다운스트림 업황 개선으로 긍정적 영향 전망
- 벤젠: 미국향으로 물량 넘어가며 역내 수급 타이트. 2~3Q 에도 마찬가지로 전망

- 올레핀: 중국 정부의 내수 활성화 통한 수요 개선 기대

Q. 포트폴리오 차별점

- 아로마틱 제품 비중 약 70%

- 부진한 올레핀 체인의 비중이 동종 업체 대비 낮은 상황

- PX 290 만톤/연으로 국내 최대 생산능력 보유

Q. 윤활유 2Q 전망

- 윤활유 교체시기 및 드라이빙시존 도래로 수요 증가 → 견조한 실적 전망

- 당사 고품질 Group 3 제품 바탕으로 안정적 수요 확보 중

- 환경규제 강화에 따른 고급기유 시장의 지속적 성장과 당사의 안정적 입지 예상

Q. 액침냉각

- 사업화 검토 단계

- application 별 시장 개화 시기 상이할 전망

- 데이터센터 액침냉각에 집중하며 e-mobility 사업 단계적 확장 계획

- 액침냉각 사업은 안정적인 당사 기유의 수요처로서 가치가 높을 전망

Q. 중국 17-03 광구 및 신규 광구 현황

- 고유가 강달러 영향으로 E&P 사업 세전이익 연간 5 천억원 상회 전망
- 17-03 광구 1Q 기준 당사 세전이익의 약 50% 담당
 - '24.7 생산정 시추 완료 전망 (3 만 b/d 수준의 생산 전망)
- 베트남 15-1/05 광구 본격적 구조 개발 중
 - 약 8,600 만배럴의 원유매장량
 - 빠르면 '26 년 첫 생산 전망
- 베트남 16-광구 최적개발옵션 도출 중
- 올해 2 건의 탐사정 시추 계획 중 (베트남 15-1/05, 15-2/17)
- 페루 LNG 지분 20% 매각 딜 지난해 최종 클로징 → 업스트림 포트폴리오 강화/해외 자원개발 가속화 계획

Q. OSP

- 1Q OSP 평균 배럴당 0.5 볼로 전분기 대비 1.4 볼 하락
- 2Q 지정학 리스크 상존, OPEC+ 감산, 역외 원유공급 차질 등으로 중동 OSP 소폭 인상을 전망
- 단 1Q 인하 기조가 이어지며 2Q 전체 평균은 소폭 하락 → 손익에 긍정적 영향 전망

Q. 신용등급 하락 영향/대응방안

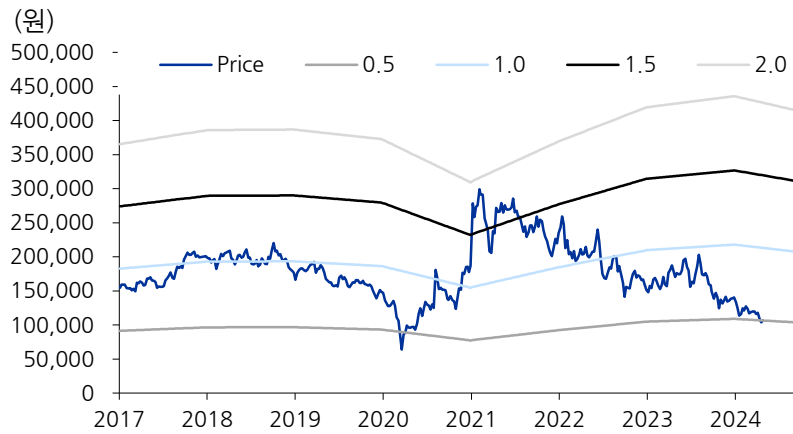
- 그린사업 투자로 인한 재무구조 부담 + 배터리 수익성 악화 우려 선반영된 것이라 판단
- S&P는 작년 SK온 Pre-IPO 관련 자금조달을 자본으로 인정 않아 보수적 평가한 영향도 존재
- 반면 Moody's, 국내 신평사는 이를 자본으로 인정하여 신용등급 유지
- 6월 annual review 를 앞두고 대응 준비 중
- 당사는 해외 신용등급 기반 외화사채 발행 잔액/발행계획 없어 직접적 영향 제한적일 것
- 포트폴리오 리밸런싱 등 재무건전성 확보 조치 통해 대응 계획

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	70,383	73,679	81,685	82,158	16.1	11.5
영업이익	2,630	3,651	2,473	3,232	(6.0)	(11.5)
영업이익률(%)	3.7	5.0	3.0	3.9	(0.7)	(1.0)
EBITDA	5,722	6,918	5,384	6,576	(5.9)	(4.9)
EBITDA 이익률(%)	8.1	9.4	6.6	8.0	(1.5)	(1.4)
순이익	1,058	1,710	566	1,097	(46.5)	(35.9)

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 1. SK 이노베이션 실적 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
매출액	19,143	18,727	19,889	19,529	18,855	20,943	20,773	21,114	77,288	81,685	82,158
에너지	11,607	10,743	12,323	12,878	12,855	14,398	13,407	13,121	47,551	53,780	50,096
화학	2,535	2,857	2,900	2,452	2,759	3,090	2,877	2,816	10,744	11,543	11,312
운할유	1,302	1,110	1,187	1,094	1,137	1,091	1,229	1,176	4,693	4,633	4,479
배터리	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	1,935	2,821	3,552	12,897	9,992	14,875
영업이익	375	(107)	1,563	73	625	452	654	742	1,904	2,473	3,232
에너지	275	(411)	1,113	(165)	591	376	364	328	811	1,659	2,288
화학	109	170	237	0	125	130	144	144	517	543	584
운할유	259	260	262	217	220	176	240	244	998	880	923
배터리	(345)	(132)	(86)	(19)	(332)	(320)	(188)	(71)	(581)	(911)	(726)
OPM(%)	2.0	(0.6)	7.9	0.4	3.3	2.2	3.1	3.5	2.5	3.0	3.9
에너지	2.4	(3.8)	9.0	(1.3)	4.6	2.6	2.7	2.5	1.7	3.1	4.6
화학	4.3	6.0	8.2	0.0	4.5	4.2	5.0	5.1	4.8	4.7	5.2
운할유	19.9	23.4	22.1	19.8	19.4	16.1	19.5	20.8	21.3	19.0	20.6
배터리	(10.4)	(3.6)	(2.7)	(0.7)	(19.7)	(16.6)	(6.7)	(2.0)	(4.5)	(9.1)	(4.9)

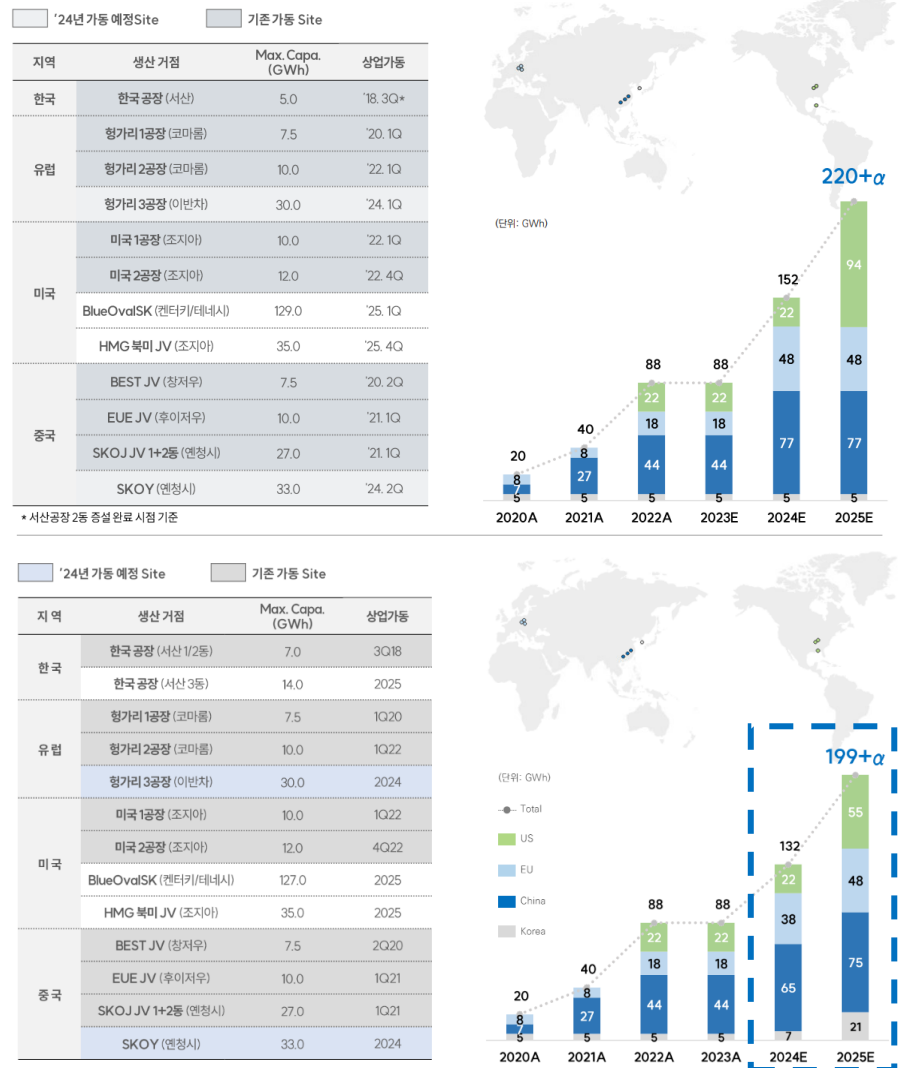
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 2. SK On 실적 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
매출액	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	1,935	2,821	3,552	12,897	9,992	14,875
영업이익	(345)	(132)	(86)	(19)	(332)	(320)	(188)	(71)	(581)	(911)	(726)
OPM(%)	-10.4	-3.6	-2.7	-0.7	-19.7	-16.6	-6.7	-2.0	-4.5	-9.1	-4.9
가정											
CAPA(GWh)	18	18	22	22	30	30	30	33	88	132	199
평균 판가(\$/kWh)	150	165	122	105	105	102	107	112	135	106	115
단위 이익(\$/kWh)	(16)	(6)	(3)	(1)	(21)	(17)	(7)	(2)	(6)	(12)	(6)
단위 비용 (\$/kWh)	166	171	125	105	126	118	114	114	142	118	121
변동비(\$/kWh)	127	130	93	75	71	84	92	95	106	84	93
고정비(\$/kWh)	39	41	33	31	55	35	22	19	36	34	28

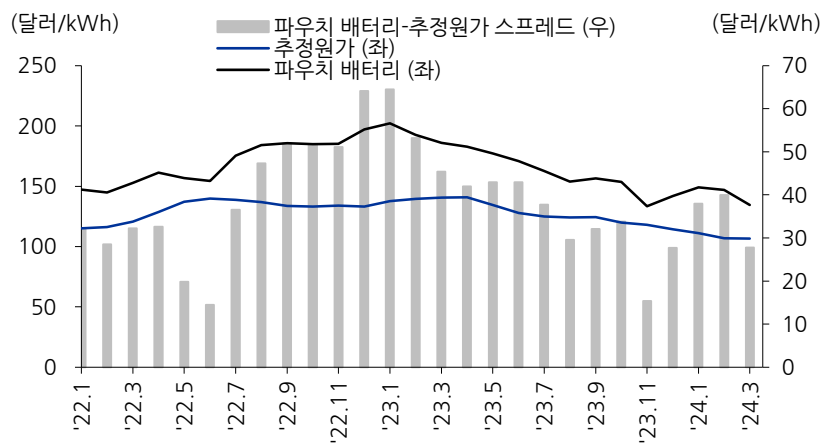
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 3. 배터리 생산능력 Revision (상단: 기존, 하단: 신규)



자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 4. 파우치 배터리 가중평균 스프레드



자료: KITA, 유진투자증권

SK이노베이션(096770.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	67,219	80,836	82,321	87,382	92,005
유동자산	31,967	33,280	28,261	26,517	28,155
현금성자산	11,159	13,522	6,891	5,028	5,550
매출채권	8,095	7,819	8,409	8,458	8,915
재고자산	11,858	11,123	12,144	12,214	12,874
비유동자산	35,252	47,556	54,060	60,865	63,850
투자자산	8,064	9,410	9,576	9,594	9,762
유형자산	25,111	35,843	42,150	48,901	51,678
기타	2,078	2,302	2,334	2,370	2,411
부채총계	43,977	50,816	53,798	58,146	62,466
유동부채	27,557	29,399	28,847	28,944	29,855
매입채무	14,411	17,320	16,768	16,865	17,776
유동성이자부채	12,434	11,637	11,637	11,637	11,637
기타	712	442	442	442	442
비유동부채	16,419	21,416	24,951	29,202	32,611
비유동이자부채	14,915	19,412	22,927	27,158	30,547
기타	1,504	2,005	2,024	2,044	2,065
자본총계	23,242	30,020	28,522	29,235	29,538
자배지분	19,652	22,203	20,705	21,418	21,721
자본금	469	510	510	510	510
자본잉여금	8,198	10,396	10,396	10,396	10,396
이익잉여금	11,580	11,253	11,511	12,224	12,527
기타	(595)	45	(1,711)	(1,711)	(1,711)
비자배지분	3,591	7,817	7,817	7,817	7,817
자본총계	23,242	30,020	28,522	29,235	29,538
총차입금	27,349	31,049	34,564	38,795	42,184
순차입금	16,190	17,527	27,673	33,767	36,634

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	407	5,368	(947)	3,984	3,419
당기순이익	1,895	555	566	1,097	491
자산상각비	1,793	2,030	2,912	3,344	3,525
기타비현금성손익	2,074	673	(2,363)	(542)	(504)
운전자본증감	(4,270)	3,766	(2,164)	(22)	(206)
매출채권감소(증가)	(2,424)	162	(591)	(49)	(457)
재고자산감소(증가)	(4,315)	1,144	(1,021)	(70)	(660)
매입채무증가(감소)	(284)	(1,897)	(552)	97	911
기타	2,753	4,358	0	0	0
투자현금	(5,123)	(11,244)	(9,199)	(10,078)	(6,286)
단기투자자산감소	2,553	1,262	0	0	0
장기투자증권감소	(525)	(1,157)	51	54	56
설비투자	(6,777)	(11,238)	(8,985)	(9,859)	(6,062)
유형자산처분	67	21	0	0	0
무형자산처분	(288)	(218)	(264)	(272)	(281)
재무현금	10,507	9,490	3,515	4,231	3,389
차입금증가	9,019	3,128	3,515	4,231	3,389
자본증가	(217)	823	0	0	0
배당금지급	217	314	0	0	0
현금 증감	6,055	3,595	(6,631)	(1,863)	522
기초현금	3,424	9,479	13,074	6,443	4,580
기말현금	9,479	13,074	6,443	4,580	5,102
Gross Cash flow	5,762	3,258	1,217	4,006	3,625
Gross Investment	11,947	8,740	11,363	10,100	6,492
Free Cash Flow	(6,185)	(5,482)	(10,146)	(6,094)	(2,867)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	78,057	77,288	81,685	82,158	86,595
증가율(%)	66.6	(1.0)	5.7	0.6	5.4
매출원가	71,030	72,274	75,410	75,049	79,927
매출총이익	7,027	5,014	6,274	7,110	6,668
판매 및 일반관리비	3,110	3,727	3,802	3,878	4,087
기타영업손익	0	617	0	0	0
영업이익	3,917	1,287	2,473	3,232	2,581
증가율(%)	124.9	(67.1)	92.2	30.7	(20.1)
EBITDA	5,710	3,317	5,384	6,576	6,105
증가율(%)	75.4	(41.9)	62.3	22.1	(7.2)
영업외손익	(1,057)	(355)	(1,487)	(1,643)	(1,862)
이자수익	216	401	263	175	119
이자비용	646	1,144	1,880	2,060	2,229
지분법손익	4	125	51	54	56
기타영업외손익	(632)	262	79	189	191
세전순이익	2,860	932	986	1,589	718
증가율(%)	249.5	(67.4)	5.8	61.2	(54.8)
법인세비용	965	377	420	493	227
당기순이익	1,895	555	566	1,097	491
증가율(%)	288.0	(70.7)	2.0	93.8	(55.2)
지배주주지분	1,569	256	258	713	303
증가율(%)	437.2	(83.7)	0.7	176.2	(57.5)
비지배지분	326	299	308	384	188
EPS(원)	16,554	2,546	2,564	7,081	3,013
증가율(%)	437.2	(84.6)	0.7	176.2	(57.5)
수정EPS(원)	16,554	2,546	2,564	7,081	3,013
증가율(%)	437.2	(84.6)	0.7	176.2	(57.5)

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	16,554	2,546	2,564	7,081	3,013
BPS	209,698	217,879	203,183	210,177	213,153
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	9.2	55.1	44.0	15.9	37.4
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.3	9.6	7.2	6.8	7.8
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	2.5	4.4	9.4	2.9	3.2
수익성(%)					
영업이익률	5.0	1.7	3.0	3.9	3.0
EBITDA이익률	7.3	4.3	6.6	8.0	7.1
순이익률	2.4	0.7	0.7	1.3	0.6
ROE	8.5	1.2	1.2	3.4	1.4
ROIC	8.8	2.0	3.1	4.2	3.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	69.7	58.4	97.0	115.5	124.0
유동비율	116.0	113.2	98.0	91.6	94.3
이자보상배율	6.1	1.1	1.3	1.6	1.2
활동성 (회)					
총자산회전율	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	11.8	9.7	10.1	9.7	10.0
재고자산회전율	7.9	6.7	7.0	6.7	6.9
매입채무회전율	6.1	4.9	4.8	4.9	5.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

