

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	150,000원
현재주가(24/8/1)	107,200원
상승여력	39.9%

영업이익(24F,십억원)	1,409
Consensus 영업이익(24F,십억원)	1,729
EPS 성장률(24F,%)	-
MKT EPS 성장률(24F,%)	85.9
P/E(24F,x)	-
MKT P/E(24F,x)	10.7
KOSPI	2,777.68
시가총액(십억원)	10,263
발행주식수(백만주)	151
유동주식비율(%)	62.1
외국인 보유비중(%)	21.6
베타(12M) 일간수익률	1.55
52주 최저가(원)	100,000
52주 최고가(원)	206,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.0	-11.6	-47.5
상대주가	-6.1	-19.0	-49.6



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김철중

chuljoong.kim@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

SK이노베이션

아쉬운 2분기를 뒤로하며

목표주가 15만원과 매수 의견 유지

SK이노베이션에 대한 매수 의견과 목표주가 15만원을 유지한다. 이전 목표주가와 동일하지만 세부 내용은 달라졌다. 정유 부문 실적 하향 조정과 순차입금 증가 전망을 반영했고, 이는 SKON의 현금흐름 개선(SKTI, 엔텀 합병 효과 가정) 영향으로 인해 상쇄되었다.

SK E&S와의 합병은 RCPS 이슈가 해결되며, 주식매수청구권이 합병의 마지막 관문일 것으로 보인다. 주식매수청구권 행사기간은 8/27~9/19이며, 행사가격은 111,943원이다. 성공적인 합병을 위해서는 주가 상승이 필요한 시점이다.

2Q24 Review: 정유 및 배터리 사업부문 손익 악화

동사의 2Q24 영업손익은 -458억원으로 컨센서스인 +506억원을 하회했으며, 전분기 대비 적자전환했다. 가장 손익이 크게 악화된 사업부는 정유와 배터리다. 정유는 1Q(5,911억원) → 2Q(1,442억원)를 기록했으며, 주요 요인은 정제마진의 악화다. 드라이빙 시즌을 감안한다면, 예상보다 약했던 휘발유 수요 및 중국 경기 둔화 때문이다. 배터리는 1Q(-3,315억원) → 2Q(-4,601억원)를 기록했으며, 공장 가동률 하락 및 헝가리 신규 공장 초기 가동 비용 증가 때문이었다. 하지만 미국 판매량 회복으로 인해 AMPC가 1Q(385억원) → 2Q(1,119억원) 증가한 점은 긍정적이었다.

3Q24 Preview: 배터리 적자폭 대폭 개선, 정유 수익성 소폭 감소 전망

동사의 3Q24 영업이익은 3,255억원으로 전분기 대비 흑자전환을 전망한다. 2분기 대비 수익성이 가장 크게 개선될 것으로 전망하는 부문은 배터리(SKON)다. SKON은 2Q(-4,601억원) → 3Q(-1,528억원)으로 적자폭을 크게 줄일 것으로 전망한다. 실적 개선 요인은 판매량 증가 및 미국 생산량 증가에 따른 AMPC 확대다. 헝가리 이반차 공장의 램프업으로 인한 판매량 증가, 미국 내 EV9 기대감 등으로 수익성이 개선될 전망이다. 3Q AMPC도 약 1,620억원으로 45% 증가할 전망이다.

한편, 정유 3Q 영업이익은 전분기(1,442억원) 대비 47% 감소한 769억원을 전망한다. 정제마진은 소폭 회복하겠으나, 유가 하락으로 인한 재고관련손익의 부정적인 영향 및 OSP 인상을 전망하기 때문이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	78,057	77,288	76,568	77,042	81,272
영업이익 (십억원)	3,917	1,904	1,409	4,680	6,228
영업이익률 (%)	5.0	2.5	1.8	6.1	7.7
순이익 (십억원)	1,569	256	-315	2,729	3,898
EPS (원)	16,339	2,624	-3,221	28,143	40,197
ROE (%)	8.5	1.2	-1.4	11.5	14.7
P/E (배)	9.3	53.5	-	3.8	2.7
P/B (배)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	4.7	4.5	4.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. SK이노베이션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	전체	19,142.9	18,727.2	19,889.1	19,529.3	18,855.1	18,799.1	19,006.1	19,907.6	77,288.5	76,567.9	77,041.8
	정유	11,606.9	10,742.9	12,322.8	12,878.0	12,854.8	13,164.0	11,470.9	11,134.8	47,550.6	48,624.5	43,450.0
	화학	2,535.1	2,857.4	2,899.7	2,452.0	2,759.0	2,594.0	3,212.1	3,125.9	10,744.2	11,691.1	11,955.5
	유탄기류	1,302.3	1,109.7	1,186.6	1,094.2	1,137.3	1,062.5	1,135.1	1,216.6	4,692.8	4,551.5	4,522.5
	E&P	328.5	248.8	238.9	310.0	370.1	371.9	431.5	414.7	1,126.2	1,588.1	1,611.0
	SKON	3,305.3	3,696.1	3,172.7	2,723.1	1,683.6	1,553.5	2,703.3	3,962.4	12,897.2	9,902.8	15,290.1
	기타	64.8	72.3	68.4	72.0	50.3	53.2	53.2	53.2	277.5	209.9	212.8
영업이익	전체	375.0	-106.8	1,563.1	72.6	624.7	-45.8	325.5	543.0	1,903.9	1,447.4	4,679.5
	정유	274.8	-411.2	1,112.5	-165.2	591.1	144.2	76.9	67.6	810.9	879.8	1,557.2
	화학	108.9	170.2	237.0	0.4	124.5	99.4	123.1	137.2	516.5	484.2	532.0
	유탄기류	259.2	259.9	261.7	217.0	220.4	152.4	177.2	171.4	997.8	721.4	795.1
	E&P	113.5	68.2	79.4	107.1	154.4	142.1	151.0	145.1	368.2	592.6	563.9
	SKON	-344.7	-131.5	-86.1	-18.6	-331.5	-460.1	-152.8	71.7	-580.9	-872.7	1,431.5
	기타	-36.7	-62.4	-41.4	-68.1	-134.2	-123.8	-50.0	-50.0	-208.6	-358.0	-200.0
세전이익		156.3	-257.9	1,086.3	-52.6	18.2	-527.6	100.1	303.0	932.2	-106.3	3,683.4
순이익(지배)		-131.1	-222.1	691.3	-81.8	-72.6	-475.7	58.1	175.8	256.3	-314.5	2,729.4

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

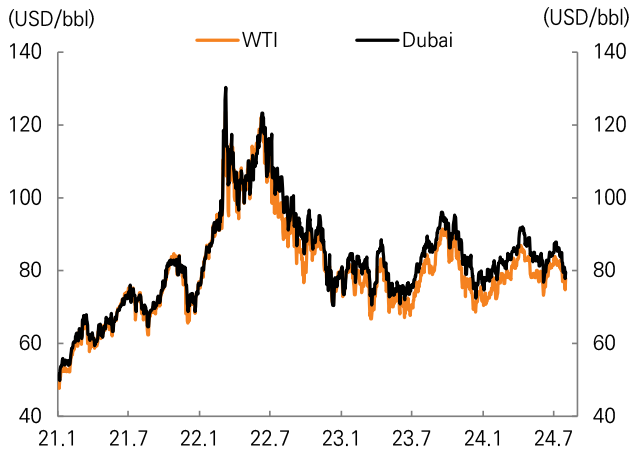
표 2. SK이노베이션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

		12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	
사업 가치	정유	1,565.7	4.7	7,358.9	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	화학	795.2	7.5	5,964.2	국내 화학사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	유탄유	1,350.1	4.7	6,345.7	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	E&P	1,195.8	4.0	4,783.1	미국 E&P 12MF 평균 EV/EBITDA에서 시장 할인률 30% 적용
	SK ON	3,681.5	6.7	9,822.2	25년 EBITDA. Target EV/EBITDA는 삼성SDI 기준
	계			34,274.0	
				20,000.0	2Q25 예상치
				98.8	
				14,175.3	
				95.7	
				148,067	

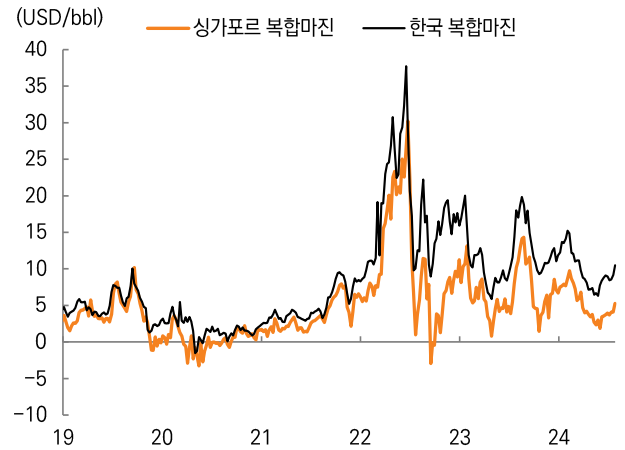
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 정제마진 추이



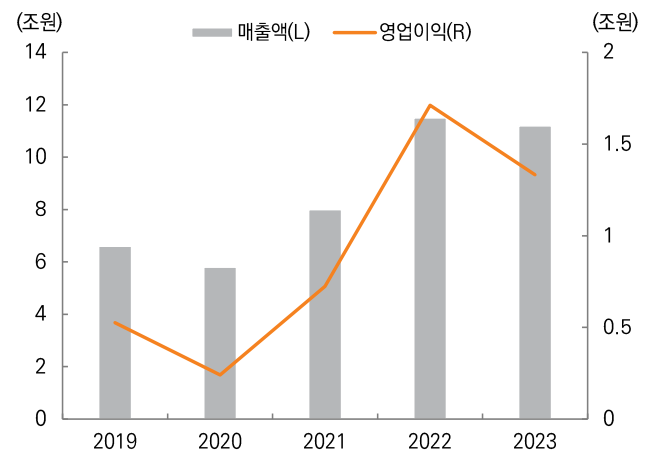
자료: 페트로넷, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. PX 스프레드 추이



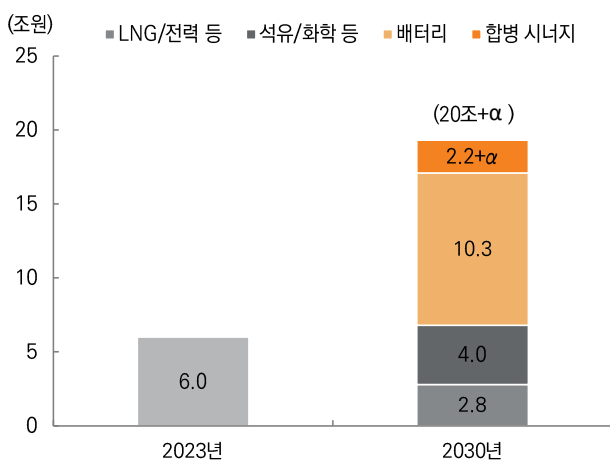
자료: Ciscem, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. SK E&S 매출액 및 영업이익 추이



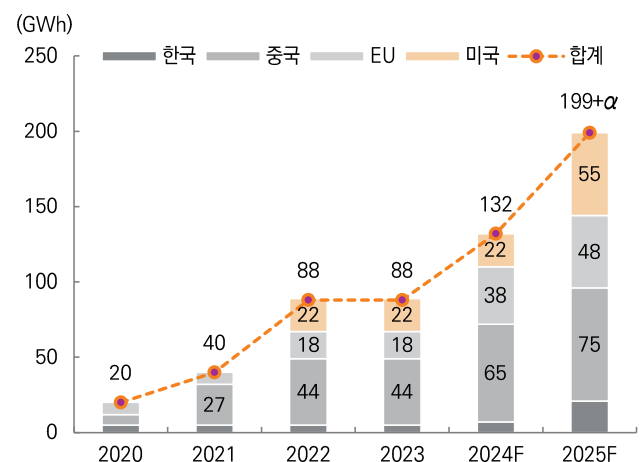
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. SK이노베이션 2030년 EBITDA 목표



자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. SKON 생산능력 증설 계획



자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	77,288	76,568	77,042	81,272
매출원가	72,274	71,404	68,608	71,289
매출총이익	5,014	5,164	8,434	9,983
판매비와관리비	3,727	3,755	3,755	3,755
조정영업이익	1,904	1,409	4,680	6,228
영업이익	1,904	1,409	4,680	6,228
비영업손익	-972	-1,554	-997	-967
금융손익	-749	-962	-1,081	-1,052
관계기업등 투자손익	133	11	80	80
세전계속사업손익	932	-145	3,683	5,261
계속사업법인세비용	377	317	810	1,157
계속사업이익	555	-423	2,873	4,104
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	555	-423	2,873	4,104
지배주주	256	-315	2,729	3,898
비지배주주	299	-108	144	205
총포괄이익	654	525	2,873	4,104
지배주주	366	372	2,035	2,907
비지배주주	288	153	838	1,197
EBITDA	3,317	3,949	7,654	9,423
FCF	-5,870	-7,223	772	2,186
EBITDA 마진율 (%)	4.3	5.2	9.9	11.6
영업이익률 (%)	2.5	1.8	6.1	7.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.3	-0.4	3.5	4.8

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	5,368	1,101	5,772	7,186
당기순이익	555	-423	2,873	4,104
비현금수익비용가감	2,703	3,852	4,680	5,218
유형자산감가상각비	1,821	2,226	2,706	2,967
무형자산상각비	209	315	268	228
기타	673	1,311	1,706	2,023
영업활동으로인한자산및부채의변동	3,766	-1,139	4	-32
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	162	-321	81	-614
재고자산 감소(증가)	1,144	-850	151	-1,153
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,897	-1,522	-120	916
법인세납부	-842	-260	-810	-1,157
투자활동으로 인한 현금흐름	-11,244	-8,725	-4,991	-5,065
유형자산처분(취득)	-11,217	-8,316	-5,000	-5,000
무형자산감소(증가)	-218	-45	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1,241	-13	9	-65
기타투자활동	-1,050	-351	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	9,490	2,760	-476	-555
장단기금융부채의 증가(감소)	3,700	2,886	0	-98
자본의 증가(감소)	2,239	0	0	0
배당금의 지급	-314	-10	-476	-457
기타재무활동	3,865	-116	0	0
현금의 증가	3,595	-4,554	460	1,069
기초현금	9,479	13,074	8,520	8,980
기말현금	13,074	8,520	8,980	10,049

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

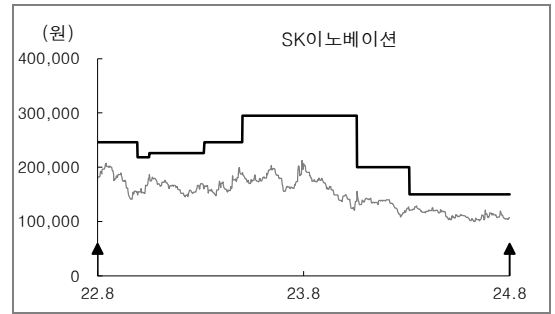
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	33,280	30,801	30,988	34,140
현금 및 현금성자산	13,074	8,520	8,980	10,049
매출채권 및 기타채권	7,601	8,442	8,339	9,128
재고자산	11,123	12,331	12,180	13,332
기타유동자산	1,482	1,508	1,489	1,631
비유동자산	47,556	55,572	57,519	59,923
관계기업투자등	6,049	6,167	6,091	6,667
유형자산	35,843	43,858	46,152	48,185
무형자산	2,302	2,136	1,868	1,639
자산총계	80,836	86,373	88,507	94,063
유동부채	29,399	31,185	30,946	32,665
매입채무 및 기타채무	14,841	16,458	16,256	17,794
단기금융부채	11,637	11,749	11,749	11,650
기타유동부채	2,921	2,978	2,941	3,221
비유동부채	21,416	24,229	24,204	24,395
장기금융부채	19,412	22,185	22,185	22,185
기타비유동부채	2,004	2,044	2,019	2,210
부채총계	50,816	55,413	55,150	57,059
지배주주지분	22,203	22,540	24,793	28,234
자본금	510	510	510	510
자본잉여금	10,396	10,396	10,396	10,396
이익잉여금	11,253	10,154	12,408	15,849
비지배주주지분	7,817	8,420	8,564	8,769
자본총계	30,020	30,960	33,357	37,003

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	53.5	-	3.8	2.7
P/CF (x)	4.2	3.1	1.4	1.1
P/B (x)	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	11.9	11.1	5.7	4.5
EPS (원)	2,624	-3,221	28,143	40,197
CFPS (원)	33,355	35,117	77,878	96,119
BPS (원)	226,492	233,276	256,509	291,993
DPS (원)	0	5,000	4,800	4,800
배당성향 (%)	0.0	-112.6	15.9	11.1
배당수익률 (%)	0.0	4.7	4.5	4.5
매출액증가율 (%)	-1.0	-0.9	0.6	5.5
EBITDA증가율 (%)	-41.9	19.1	93.8	23.1
조정영업이익증가율 (%)	-51.4	-26.0	232.1	33.1
EPS증가율 (%)	-83.9	-	-	42.8
매출채권 회전율 (회)	12.7	12.2	11.8	12.0
재고자산 회전율 (회)	6.7	6.5	6.3	6.4
매입채무 회전율 (회)	8.2	7.8	7.0	7.0
ROA (%)	0.7	-0.5	3.3	4.5
ROE (%)	1.2	-1.4	11.5	14.7
ROIC (%)	3.0	9.7	7.1	9.3
부채비율 (%)	169.3	179.0	165.3	154.2
유동비율 (%)	113.2	98.8	100.1	104.5
순차입금/자기자본 (%)	58.4	80.6	73.5	62.9
조정영업이익/금융비용 (x)	1.7	1.0	3.4	4.5

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK이노베이션 (096770)				
2024.02.07	매수	150,000	-	-
2023.11.06	매수	200,000	-34.23	-27.75
2023.04.17	매수	295,186	-42.14	-28.00
2023.02.08	매수	245,988	-32.30	-18.80
2022.11.03	매수	226,309	-27.65	-19.57
2022.10.13	매수	218,437	-26.48	-17.34
2022.07.29	매수	245,988	-27.15	-15.80



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK이노베이션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.