

# SK이노베이션 (096770)

## 좀 더 변화된 모습을 확인할 수 있을 25년

### SK E&S 합병효과 반영해 목표주가 17만원으로 상향

동사에 대한 목표주가를 16만원에서 17만원으로 상향한다. 실적 반영시기를 25년으로 조정했고, 11/1 합병 완료된 SK E&S 영업이익 연결 반영을 감안하여 SOTP 방식으로 밸류에이션 재산정하였다. 참고로 금번 밸류에이션으로 산출된 각 사업별 적정가치는 정유 8.4조원, 화학 4.5조원, 윤활유 6.0조원, SK-On 3.5조원, SK E&S 12.1조원 등이다. 3분기 SK-On의 흑자전환은 일회성 이익 반영으로 이뤄진 만큼 4분기와 25년에도 그 기조가 지속될 것으로 보기는 어렵다. 그러나 전통에너지 사업이 안정적인 캐쉬카우 역할을 해주고 있고, 11/1 합병 완료된 SK E&S, SKTI, SK엔텀 등의 현금흐름이 회계상 반영되며 SK-On에 대한 동사의 무조건적인 자금 지원은 축소될 수 있다. 또한 현재 추진 중인 SK엔부브 상장 완료 시에도 추가적으로 자금 조달이 가능해 25년부터 동사 재무구조 리스크에 대한 우려는 조금씩 완화될 수 있겠다.

### 3Q24 Review: 영업적자 -4,233억원 (vs 컨센서스 -2,280억원)

3분기 영업손익 -4,233억원으로 QoQ 적자확대되었고, 컨센서스 -2,280억원 대비로도 더 큰 폭의 손실을 기록하였다. SK-On이 일회성 이익 반영으로 흑자전환 달성했음에도 정제마진 및 유가 하락으로 정유 부문에서 대규모 영업손실이 발생한 영향이다.

정유 부문은 유가와 정제마진 하락으로 -6,166억원으로 QoQ 대규모 적자전환하였고, 화학 역시 PX 정기보수 종료로 인한 물량 증가에도 벤젠/PX 등 주요 제품 스프레드 부진에 따라 -144억원의 QoQ 적자전환 기록했다. 윤활유는 스프레드와 판매량 모두 개선되며 영업이익은 1,744억원(+14.4%QoQ)으로 호실적을 이어갔다.

한편, SK-On은 처음으로 240억원(AMPC 608억원) 영업이익 흑자를 달성했는데, 이는 전 분기 헝가리 공장 초기 가동과 관련된 고정비 부담 소멸 및 주요 고객사와의 정산 과정에서 일회성 이익이 일부 반영된 영향이다. 4분기는 북미 고객사 물량 증가로 매출 성장 및 AMPC 세액공제 역시 확대되었으나, 금번 분기 발생한 대규모 일회성 이익이 소멸되며 영업손익은 -3,250억원으로 재차 적자전환될 전망이다.

### 25년에는 좀 더 다른 모습을 기대해볼 수 있을 듯

연중 내내 동사 실적과 추가 발목을 잡은 것은 SK-On 대규모 적자 지속과 그로 인한 전체적인 재무부담이었다. 하루이틀 남은 미국 대선 불확실성 외에도 글로벌 EV 수요 둔화와 미국/중국/한국에서 예정하고 있는 신규공장 상업가동, 초기 수율 안정화 과정 및 이에 수반되는 고정비 부담 등으로 SK-On 의미있는 실적 개선을 기대하긴 어렵다.

그러나 25년에는 연간 1조원 내외의 영업이익을 창출하는 SK E&S 합병효과가 온기 반영되고, SK엔부브 상장을 통한 추가적인 현금조달도 가능하다. 물론 후자 관련해서는 상장이 성공적으로 이뤄져야 하고 구주 매출도 상당부분 동반돼야 한다는 선제조건이 있긴 하나, 과거 3차례 상장 실패를 경험했던 13년, 15년, 18년보다는 윤활유 사업의 여건이 훨씬 더 우호적이고 현재 20조원에 육박하는 순차입금에 대한 부담도 큰 만큼 이번에는 동사가 SK엔부브 상장을 최대한 관철시켜 나갈 가능성이 크다.

전통에너지 사업의 호조와 SK E&S 합병효과 온기 반영, SKTI/SK엔텀과 SK-On 합병 이후 재무구조 리스크 완화 등 25년에는 좀 더 다른 모습을 기대해볼 수 있겠다. 다만, SK-On 실적부진과 미국 대선 및 그 후 정책 불확실성의 부담이 존재하고, 합병효과가 온전히 빛을 발하기까지도 시간이 다소 소요되는 만큼 다급하게 접근할 필요는 없다.

## Company Brief

## Buy (Maintain)

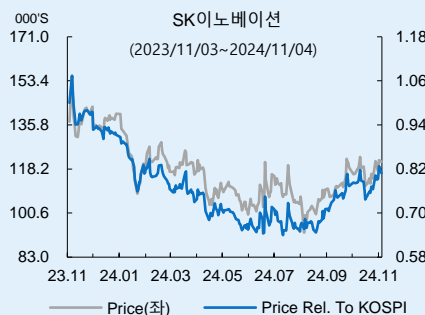
목표주가(12M)	170,000원(상향)
종가(2024.11.04)	121,100원
상승여력	40.4%

### Stock Indicator

자본금	510십억원
발행주식수	9,574만주
시가총액	11,594십억원
외국인지분율	22.5%
52주 주가	92,800~155,500원
60일평균거래량	332,293주
60일평균거래대금	37.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.2	16.1	10.5	-11.7
상대수익률	3.5	19.4	13.8	-21.0

### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	77,288	74,334	79,084	78,132
영업이익(십억원)	1,904	324	3,757	5,843
순이익(십억원)	256	-367	636	1,283
EPS(원)	2,624	-3,754	6,561	13,233
BPS(원)	217,879	223,960	229,583	238,932
PER(배)	53.5		18.5	9.2
PBR(배)	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	1.2	-1.7	2.9	5.6
배당수익률(%)		1.7	1.7	4.1
EV/EBITDA(배)	7.7	12.9	5.3	3.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

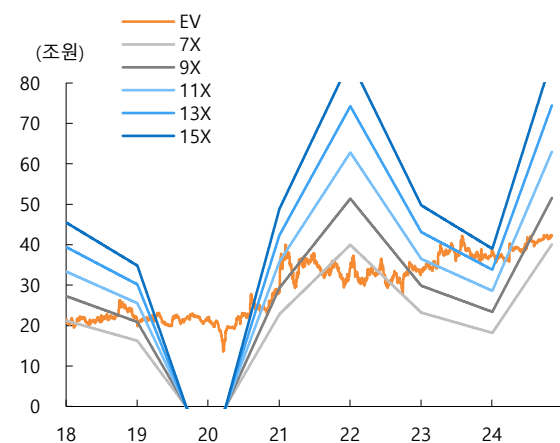
전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

표1. SK이노베이션 목표주가 산정: SKE&amp;S 합병효과 반영한 SOTP Valuation

(단위: 십억원)	2025년 기준 EBITDA	적용 EV/EBITDA (x)	EV	참고내용
<b>사업가치 합계</b>			<b>41,137</b>	<b>(A) = (a)+(b)+(c)+(d)+(e)+(f)+(g)</b>
정유	1,232	6.8	8,377	(a) 글로벌 정유업체 2025년 기준 EV/EBITDA 평균
화학	737	6.1	4,494	(b) 롯데케미칼, 대한유화 2025년 기준 EV/EBITDA 평균
윤활유	888	6.8	6,035	(c) 글로벌 정유업체 2025년 기준 EV/EBITDA 평균
배터리(SK-ON)	808	5.3	3,484	(d) 글로벌 배터리 업체 2025년 기준 EV/EBITDA 대비 30% 할인
소재(SKIET)	567	7.3	2,293	(e) SKIET 지분가치(70% 할인) 및 EV/EBITDA 통한 Peer 밸류에이션 평균
E&P			4,356	(f) 22년 말 동사 확인 매장량 3.3억 배럴, 배럴당 \$10 적용
SKE&S	1,613	7.5	12,098	(g) SK가스 25년 기준 EV/EBITDA 적용
투자자산가치		8,033	5,623	(B): 2025년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			20,952	(C): 2025년 당사 예상치 기준
우선주 시가총액			100.6	(D): 2024년 11월 4일 종가 기준
<b>보통주 적정 시가총액</b>			<b>25,707</b>	<b>(E): (A)+(B)-(C)-(D)</b>
보통주 총 발행주식 수			151,034,776	(F)
적정주가 (원)			170,207	(G) = (E)/(F)
<b>목표주가 (원)</b>			<b>170,000</b>	기준 대비 +6.3% 상향 조정
현재주가 (원)			121,100	2024년 11월 4일 종가 기준
<b>상승여력(%)</b>			<b>40.4%</b>	

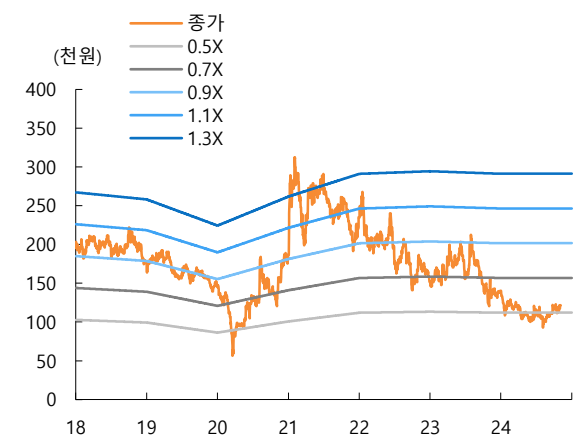
자료: iM증권 리서치본부

그림1. SK이노베이션 12M Forward 기준 EV/EBITDA 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림2. SK이노베이션 12M Forward 기준 PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

표1. SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
<b>합계</b>											
매출액	18,855	18,799	17,657	19,184	20,188	20,311	20,363	20,067	77,288	74,495	80,929
영업이익	586.2	-46	-423	225	455.7	785	1,012	1,061	1,287	342	3,313
영업이익률	3.1%	-0.2%	-2.4%	1.2%	2.3%	3.9%	5.0%	5.3%	1.7%	0.5%	4.1%
<b>석유</b>											
매출액	12,855	13,164	12,134	11,463	11,299	11,207	11,177	10,923	47,551	49,616	44,605
영업이익	591	144	-617	94	131	196	281	166	811	213	774
영업이익률	4.6%	1.1%	-5.1%	0.8%	1.2%	1.7%	2.5%	1.5%	1.7%	0.4%	1.7%
<b>화학</b>											
매출액	2,759	2,594	2,625	2,586	2,600	2,633	2,641	2,648	10,744	10,564	10,522
영업이익	125	99	-14.4	69	103	127	132	125	517	279	487
영업이익률	4.5%	3.8%	-0.5%	2.7%	4.0%	4.8%	5.0%	4.7%	4.8%	2.6%	4.6%
<b>윤활유</b>											
매출액	1,137	1,063	1,065	998	1,070	1,092	1,017	1,090	4,693	4,263	4,269
영업이익	220	152	174.4	169	165	178	188.6	168	998	716	700
영업이익률	19.4%	14.3%	16.4%	16.9%	15.5%	16.3%	18.6%	15.4%	21.3%	16.8%	16.4%
<b>SK-On (AMPC 반영)</b>											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,974	2,162	2,319	2,415	2,459	12,897	6,642	9,355
영업이익	-332	-460	24	-325	-278	-64	61	257	-581	-1,093	-25
영업이익률	-19.7%	-29.6%	1.7%	-16.5%	-12.9%	-2.8%	2.5%	10.4%	-4.5%	-16.5%	-0.3%
<b>SK-On (AMPC 제외 시)</b>											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,974	2,162	2,319	2,415	2,459	12,897	6,642	9,355
영업이익	-370	-572	-37	-434	-432	-232	-121	-123	-1,198	-1,413	-908
영업이익률	-22.0%	-36.8%	-2.6%	-22.0%	-20.0%	-10.0%	-5.0%	-5.0%	-9.3%	-21.3%	-9.7%
<b>AMPC 추정</b>											
판매량(GW)	0.6	1.8	1.0	1.8	2.6	2.8	3.0	6.3	10.5	5.3	14.8
AMPC 반영	38.5	111.9	60.8	109.3	153.9	167.9	181.9	379.7	617.0	320.5	883.4
<b>SKE&amp;S+기타</b>											
매출액	420	425	402	2,163	3,058	3,059	3,113	2,948	1,404	3,410	12,179
영업이익	-18	18	9	218	335	348	349	345	-457	227	1,377
영업이익률	-4.4%	4.3%	2.3%	10.1%	11.0%	11.4%	11.2%	11.7%	-32.6%	6.7%	11.3%

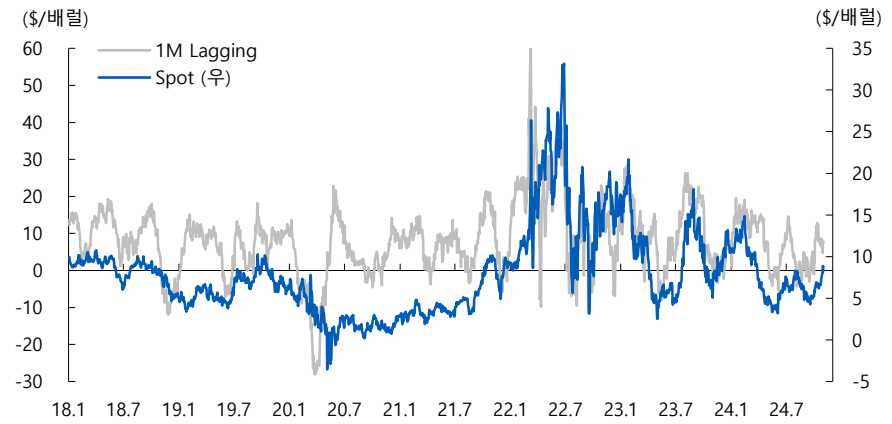
자료: iM증권 리서치본부

주1: 동사 LIBS 부문 이익은 내부거래로 인해 SKIET 실적과 상이하며, 당사 추정치에 기반한 매출액에 E&amp;P, Staff 비용 등 기타부문과 합산 반영

주2: 24년 11월 1일 SKE&amp;S와의 합병 완료돼 4분기부터 실적 일부 반영. 25년 1분기부터는 연결로 온기 반영

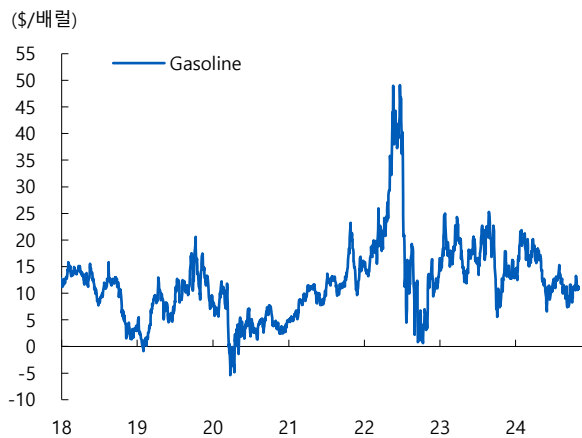
주3: 24년 11월 1일 SK-On과 합병 완료된 SKTI, SK엔텀 실적은 연결 기준으로 정유부문에 이미 포함되고 있기 때문에 SK-On 실적에는 별도 반영하지 않았음

그림3. 복합정제마진 추이



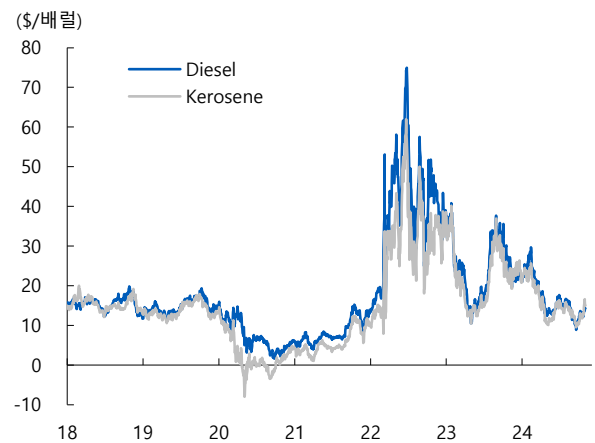
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림4. 휘발유 스프레드 추이



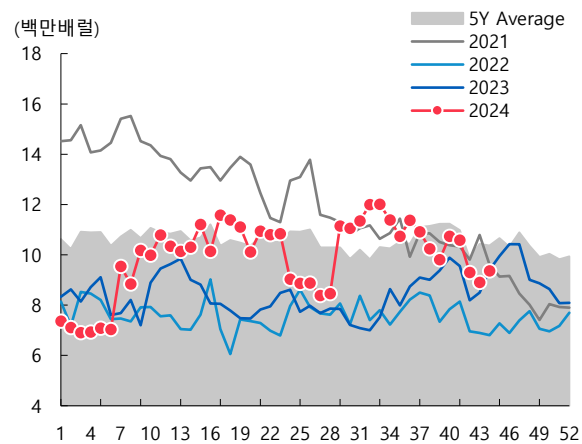
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림5. 중간유분 스프레드 추이



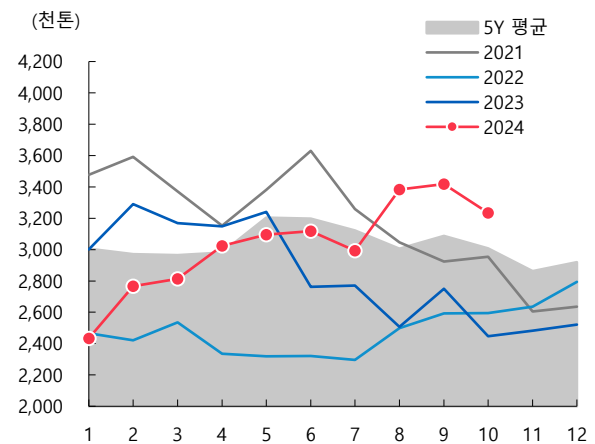
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림6. 아시아 중간유분 재고



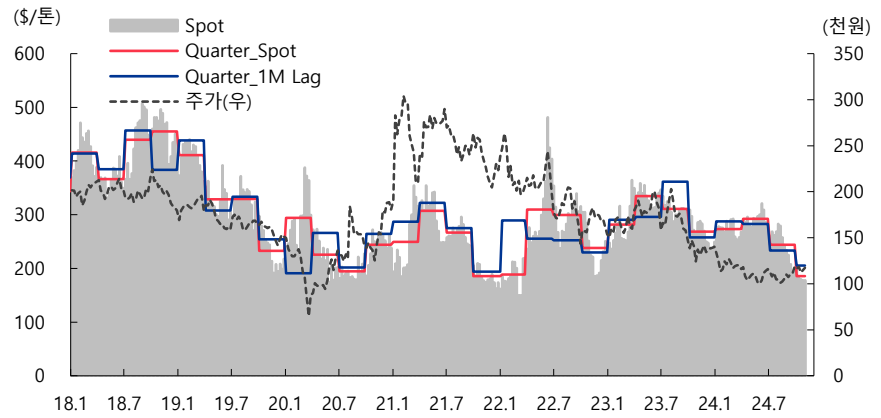
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 유럽 등/경유 재고 추이



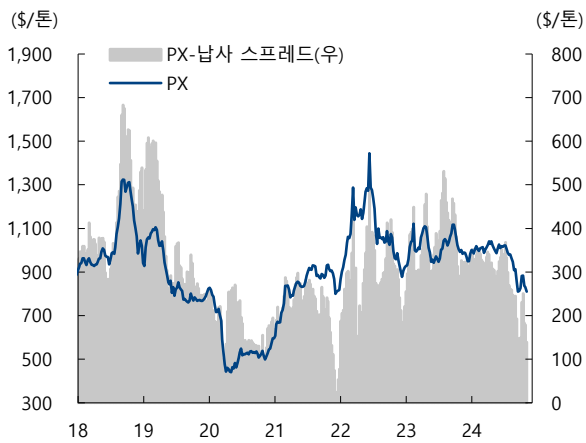
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. SK이노베이션 화학부문 가중평균 스프레드 추이



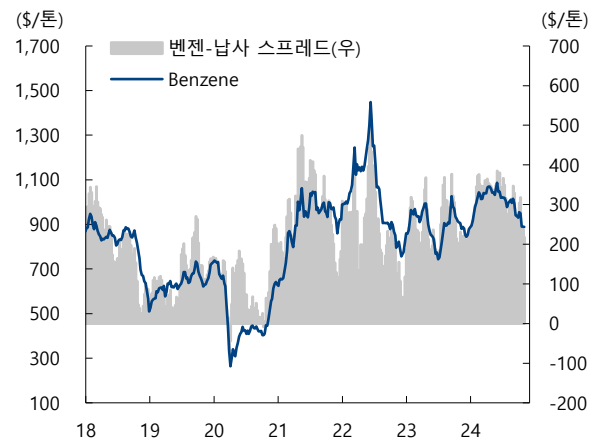
자료: iM증권 리서치본부

그림9. PX 가격 및 스프레드 추이



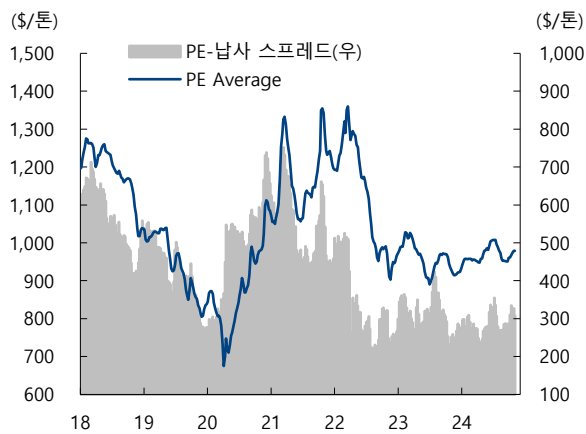
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림10. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



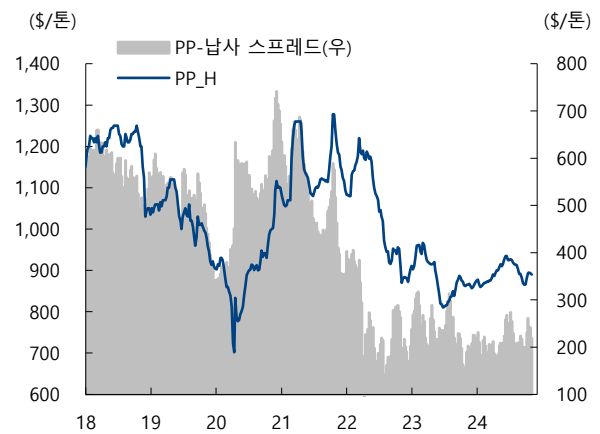
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림11. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림12. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

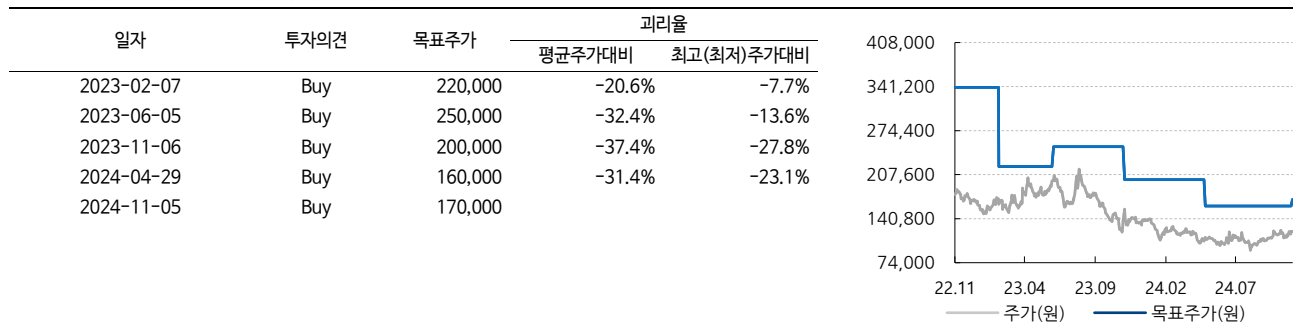
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	33,280	28,447	32,247	36,888	매출액	77,288	74,334	79,084	78,132
현금 및 현금성자산	13,074	8,619	11,217	16,085	증가율(%)	-1.0	-3.8	6.4	-1.2
단기금융자산	349	332	335	338	매출원가	72,274	70,311	71,416	68,549
매출채권	8,042	7,838	8,324	8,227	매출총이익	5,014	4,023	7,669	9,583
재고자산	11,123	10,995	11,697	11,557	판매비와관리비	3,727	3,700	3,911	3,740
비유동자산	47,556	55,223	58,858	62,549	연구개발비	417	-	-	-
유형자산	35,843	42,996	46,246	49,435	기타영업수익	617	-	-	-
무형자산	2,302	2,068	1,862	1,680	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	80,836	83,671	91,105	99,437	영업이익	1,904	324	3,757	5,843
유동부채	29,399	32,194	36,841	41,271	증가율(%)	-51.4	-83.0	1,061.3	55.5
매입채무	8,534	8,208	8,732	8,627	영업이익률(%)	2.5	0.4	4.8	7.5
단기차입금	8,185	8,885	9,785	10,485	이자수익	395	269	347	493
유동성장기부채	3,435	3,439	3,580	3,485	이자비용	1,144	1,206	1,301	1,380
비유동부채	21,416	22,366	23,866	25,366	지분법이익(손실)	133	191	109	144
사채	10,004	10,254	10,754	11,254	기타영업외손익	-170	-418	-430	-430
장기차입금	7,711	8,411	9,411	10,411	세전계속사업이익	932	-1,229	2,132	4,301
부채총계	50,816	54,560	60,707	66,637	법인세비용	377	-435	755	1,522
지배주주지분	22,203	21,721	22,266	23,173	세전계속이익률(%)	1.2	-1.7	2.7	5.5
자본금	510	485	485	485	당기순이익	555	-794	1,378	2,779
자본잉여금	10,396	10,396	10,396	10,396	순이익률(%)	0.7	-1.1	1.7	3.6
이익잉여금	11,253	10,696	11,142	11,949	지배주주귀속 순이익	256	-367	636	1,283
기타자본항목	45	144	243	343	기타포괄이익	99	99	99	99
비지배주주지분	7,817	7,390	8,132	9,627	총포괄이익	654	-694	1,477	2,879
자본총계	30,020	29,111	30,397	32,800	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	5,368	2,432	5,205	7,944	주당지표 (원)				
당기순이익	555	-794	1,378	2,779	EPS	2,624	-3,754	6,561	13,233
유형자산감가상각비	1,821	2,047	2,401	2,461	BPS	217,879	223,960	229,583	238,932
무형자산감각비	209	234	206	182	CFPS	23,409	19,601	33,442	40,481
지분법관련손실(이익)	133	191	109	144	DPS	-	2,000	2,000	5,000
투자활동 현금흐름	-11,244	-9,473	-5,970	-6,026	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-11,217	-9,200	-5,650	-5,650	PER	53.5		18.5	9.2
무형자산의 처분(취득)	-218	-	-	-	PBR	0.6	0.5	0.5	0.5
금융상품의 증감	-1,134	-457	-483	-539	PCR	6.0	6.2	3.6	3.0
재무활동 현금흐름	9,490	6,832	7,553	7,118	EV/EBITDA	7.7	12.9	5.3	3.6
단기금융부채의증감	610	703	1,041	605	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,854	950	1,500	1,500	ROE	1.2	-1.7	2.9	5.6
자본의증감	1,137	-25	-	-	EBITDA0이익률	5.1	3.5	8.0	10.9
배당금지급	-79	-79	-79	-79	부채비율	169.3	187.4	199.7	203.2
현금및현금성자산의증감	3,595	-4,455	2,598	4,868	순부채비율	53.0	75.7	72.3	58.6
기초현금및현금성자산	9,479	13,074	8,619	11,217	매출채권회전율(x)	9.5	9.4	9.8	9.4
기말현금및현금성자산	13,074	8,619	11,217	16,085	재고자산회전율(x)	6.7	6.7	7.0	6.7

자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

## SK이노베이션 투자의견 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

## 종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

## 산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%