

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	150,000원
현재주가(24/4/29)	112,700원
상승여력	33.1%

영업이익(24F,십억원)	2,888
Consensus 영업이익(24F,십억원)	2,386
EPS 성장률(24F,%)	353.0
MKT EPS 성장률(24F,%)	70.8
P/E(24F,x)	9.5
MKT P/E(24F,x)	11.1
KOSPI	2,687.44
시가총액(십억원)	10,789
발행주식수(백만주)	96
유동주식비율(%)	62.1
외국인 보유비중(%)	22.8
베타(12M) 일간수익률	1.40
52주 최저가(원)	103,800
52주 최고가(원)	212,534

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.8	-9.3	-33.8
상대주가	-0.7	-22.3	-38.4



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김철중

chuljoong.kim@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

## SK이노베이션

## 상반기 정유 호실적, 하반기 배터리 실적 회복

## 투자의견 매수, 목표주가 15만원 유지

SK이노베이션에 대한 목표주가 및 투자의견을 유지하는 이유는 향후 12개월 실적에 대한 기대치는 높아졌으나, 늘어난 순차입금(3조원) 효과가 이를 상쇄했기 때문이다. 24년 분기별 실적은 평탄할 것으로 예상된다. 상반기에는 정유 및 E&P가 유가 및 달러 강세로 인해 호실적을 낼 것으로 전망하고, 하반기에는 SKON의 실적 회복이 나타날 것으로 예상하기 때문이다.

## 1Q24 Review: 든든한 캐쉬카우

동사의 1Q24 영업이익은 6,247억원으로 컨센서스를 57.4% 상회했다. 컨센서스 상회 요인은 정유/화학/E&P 사업의 호실적이다. 정유(5,911억원)는 재고 효과(+3,056억원 QoQ), 마진 효과(+4,143억원 QoQ) 등으로 인해 실적이 개선되었다. 화학(1,245억원)은 정기보수로 인한 기저효과 및 납사가 상승으로 인한 재고 효과를 봤으며, E&P(1,544억원)는 중국 17-03 광구의 램프업을 통해 실적이 개선되었다.

SKON의 1Q24 매출액은 1.7조원(-38% QoQ), 영업적자 -3,320억원(적지 QoQ)을 기록했다. AMPC가 전분기 대비 큰 폭 감소한 385억원을 기록하였으며, AMPC를 제외한 본업 영업이익률 역시 1) 판가 하락에 따른 스프레드 악화, 2) 전방 수요 부진 및 라인 전환에 따른 출하량 감소 영향으로 -22%(-12%p QoQ)를 기록했다.

## 2Q24 Preview: SKON, 하반기 실적 개선 전망

동사의 2Q24 영업이익은 8,395억원으로 전분기 대비 34% 증가를 전망한다. 1) 달러 환율 상승 효과, 유가 상승으로 인한 2) 정유 부문 재고효과와 3) E&P 수익성 증대 덕분이다. 화학 역시 기존 호실적을 기록 중인 아로마틱 외 올레핀도 중국 이규환신 정책 덕분에 실적 개선을 전망한다. 다만, 윤활기유는 원료가 래깅효과로 인해 현재 낮아진 마진이 2분기부터 적용될 것으로 예상된다.

SKON의 실적은 하반기에 개선이 본격화될 것으로 전망한다. 2Q24까지는 1) 판가 하락 지속, 2) 전방 고객사 재고 조정 및 라인 조정 영향 지속, 3) 헝가리 신규 라인 가동에 따른 고정비 부담으로 큰 폭의 실적 개선은 제한적이라고 판단한다. P(판가), Q(출하량) 및 스프레드 개선이 본격화되는 하반기부터 BEP 수준(AMPC 포함)의 실적 개선이 가능할 것으로 전망한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	78,057	77,288	76,724	78,645	82,580
영업이익 (십억원)	3,917	1,287	2,888	4,711	6,303
영업이익률 (%)	5.0	1.7	3.8	6.0	7.6
순이익 (십억원)	1,569	256	1,161	2,848	4,055
EPS (원)	16,339	2,624	11,885	29,365	41,813
ROE (%)	8.5	1.2	5.1	11.6	14.8
P/E (배)	9.3	53.5	9.5	3.8	2.7
P/B (배)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	4.4	4.3	4.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. SK이노베이션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	전체	19,142.9	18,727.2	19,889.1	19,529.3	18,855.1	18,230.2	19,280.5	20,357.8	78,056.9	77,288.5	76,723.6
	정유	11,606.9	10,742.9	12,322.8	12,878.0	12,854.8	11,415.7	11,605.8	11,421.3	52,581.7	47,550.6	47,297.6
	화학	2,535.1	2,857.4	2,899.7	2,452.0	2,759.0	3,428.8	3,356.3	3,308.4	11,026.9	10,744.2	12,852.6
	윤활기유	1,302.3	1,109.7	1,186.6	1,094.2	1,137.3	1,127.7	1,120.1	1,187.5	4,981.5	4,692.8	4,572.7
	E&P	328.5	248.8	238.9	310.0	370.1	444.1	444.7	427.8	1,526.4	1,126.2	1,686.7
	SKON	3,305.3	3,696.1	3,172.7	2,723.1	1,683.6	1,763.6	2,703.3	3,962.4	7,617.7	12,897.2	10,112.9
영업이익	전체	375.0	-106.8	1,563.1	72.6	624.7	839.5	620.6	803.4	3,917.3	1,903.9	2,888.2
	정유	274.8	-411.2	1,112.5	-165.2	591.1	697.8	262.7	242.1	3,391.1	810.9	1,793.6
	화학	108.9	170.2	237.0	0.4	124.5	151.8	132.2	148.4	127.1	516.5	556.9
	윤활기유	259.2	259.9	261.7	217.0	220.4	172.8	183.8	187.6	1,071.2	997.8	764.6
	E&P	113.5	68.2	79.4	107.1	154.4	186.5	169.0	149.7	641.5	368.2	659.6
	SKON	-344.7	-131.5	-86.1	-18.6	-331.5	-319.5	-77.1	125.7	-1,072.7	-580.9	-602.4
세전이익		156.3	-257.9	1,086.3	-52.6	18.2	651.8	422.1	590.5	932.2	1,682.6	3,843.3
순이익(지배)		-131.1	-222.1	691.3	-81.8	-72.6	483.0	312.8	437.5	256.3	1,160.7	2,847.9

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

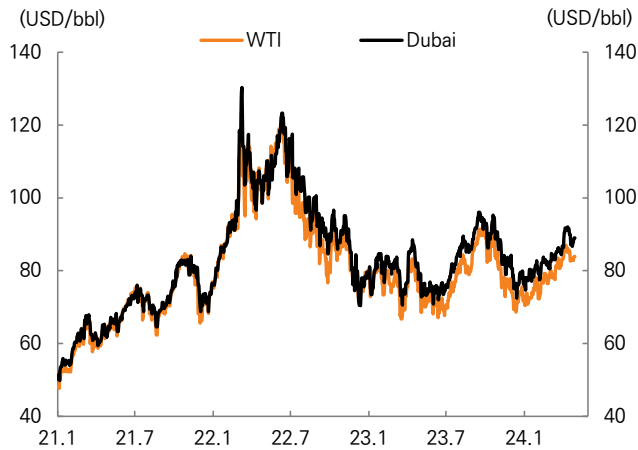
표 2. SK이노베이션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

		12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	
사업 가치	정유	2,374.9	3.9	9,262.3	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	화학	870.3	6.0	5,221.5	국내 화학사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	윤활유	1,367.3	3.9	5,332.6	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	E&P	1,249.7	3.9	4,873.7	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	SK ON	3,181.5	6.7	8,488.2	Target EV/EBITDA 15배 유지
	계			33,178.3	SKIET 지분가치 제외
순차입금				18,574.4	차입금 31.9조 - 현금 13.3조 (1Q24)
우선주 시가총액				96.0	
Equity Value				14,507.9	
주식수				95.7	
목표가				151,541	

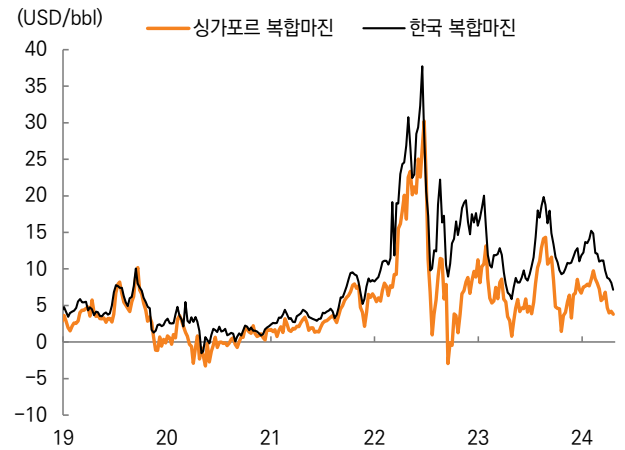
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국제유가 추이



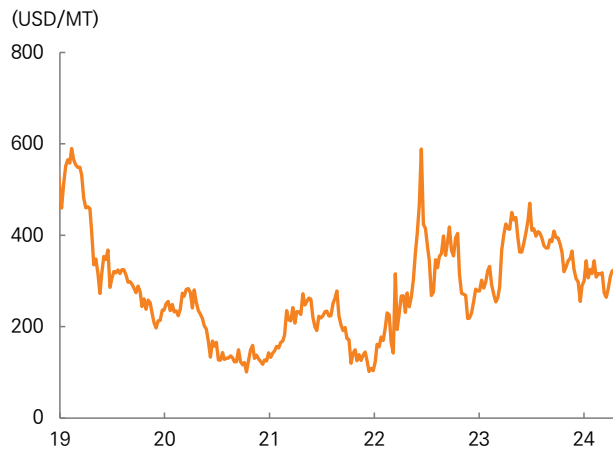
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 정제마진 추이



자료: 페트로넷, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. PX 스프레드 추이



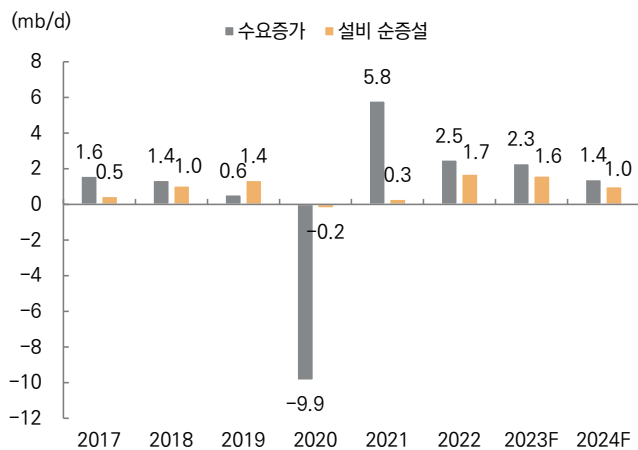
자료: Ciscchem, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 석유제품별 마진 추이



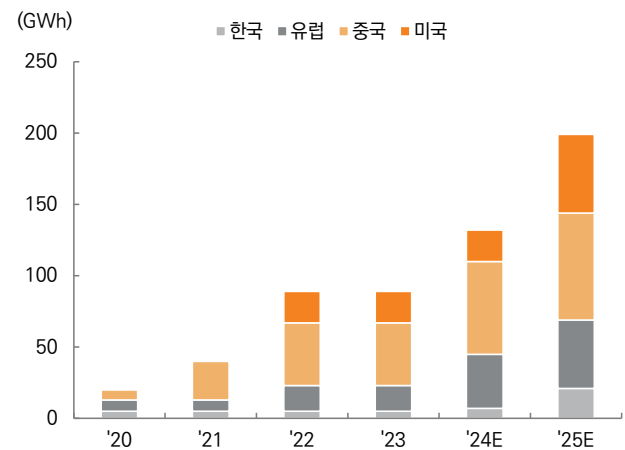
자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 정제설비 순증설 및 수요 성장 전망



자료: IEA, EIA, OPEC, 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	76,724	78,645	82,580
매출원가	72,274	70,108	70,207	72,550
매출총이익	5,014	6,616	8,438	10,030
판매비와관리비	3,727	3,727	3,727	3,727
조정영업이익	1,287	2,888	4,711	6,303
영업이익	1,287	2,888	4,711	6,303
비영업손익	-972	-1,205	-868	-830
금융손익	-749	-856	-953	-917
관계기업등 투자손익	133	-55	80	80
세전계속사업손익	315	1,683	3,843	5,473
계속사업법인세비용	377	461	846	1,204
계속사업이익	555	1,222	2,998	4,269
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	555	1,222	2,998	4,269
지배주주	256	1,161	2,848	4,055
비지배주주	299	61	150	213
총포괄이익	654	1,222	2,998	4,269
지배주주	366	1,049	2,574	3,666
비지배주주	288	173	424	603
EBITDA	3,317	5,513	7,773	9,587
FCF	-5,870	-6,590	1,003	2,344
EBITDA 마진율 (%)	4.3	7.2	9.9	11.6
영업이익률 (%)	1.7	3.8	6.0	7.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.3	1.5	3.6	4.9

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	33,280	31,707	32,058	35,335
현금 및 현금성자산	13,074	9,138	9,860	11,093
매출채권 및 기타채권	7,601	8,447	8,308	9,073
재고자산	11,123	12,578	12,371	13,510
기타유동자산	1,482	1,544	1,519	1,659
비유동자산	47,556	54,198	56,028	58,338
관계기업투자등	6,049	6,306	6,202	6,774
유형자산	35,843	42,443	44,580	46,473
무형자산	2,302	2,078	1,879	1,702
자산총계	80,836	85,904	88,086	93,673
유동부채	29,399	31,733	31,427	33,013
매입채무 및 기타채무	14,841	15,550	15,295	16,703
단기금융부채	11,637	13,138	13,137	13,039
기타유동부채	2,921	3,045	2,995	3,271
비유동부채	21,416	23,001	22,967	23,156
장기금융부채	19,412	20,912	20,912	20,912
기타비유동부채	2,004	2,089	2,055	2,244
부채총계	50,816	54,734	54,394	56,169
지배주주지분	22,203	23,292	25,664	29,261
자본금	510	510	510	510
자본잉여금	10,396	10,396	10,396	10,396
이익잉여금	11,253	12,414	14,785	18,383
비지배주주지분	7,817	7,878	8,028	8,242
자본총계	30,020	31,170	33,692	37,503

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	5,368	2,410	6,003	7,344
당기순이익	555	1,222	2,998	4,269
비현금수익비용가감	2,703	3,841	4,690	5,233
유형자산감가상각비	1,821	2,400	2,863	3,107
무형자산상각비	209	224	199	176
기타	673	1,217	1,628	1,950
영업활동으로인한자산및부채의변동	3,766	-1,427	23	-128
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	162	-804	111	-610
재고자산 감소(증가)	1,144	-1,455	207	-1,139
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,897	1,227	-160	884
법인세납부	-842	-461	-846	-1,204
투자활동으로 인한 현금흐름	-11,244	-9,029	-4,988	-5,065
유형자산처분(취득)	-11,217	-9,000	-5,000	-5,000
무형자산감소(증가)	-218	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1,241	-29	12	-65
기타투자활동	-1,050	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	9,490	3,001	-476	-556
장단기금융부채의 증가(감소)	3,700	3,001	0	-98
자본의 증가(감소)	2,239	0	0	0
배당금의 지급	-314	0	-476	-457
기타재무활동	3,865	0	0	-1
현금의 증가	3,595	-3,937	722	1,233
기초현금	9,479	13,074	9,138	9,860
기말현금	13,074	9,138	9,860	11,093

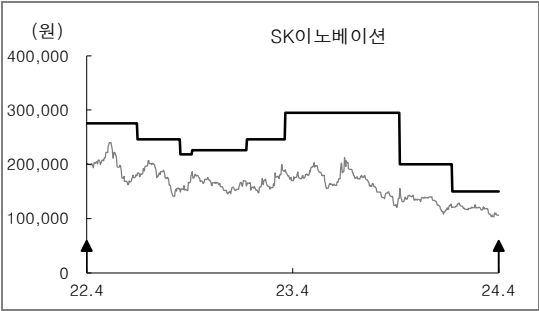
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	53.5	9.5	3.8	2.7
P/CF (x)	4.2	2.2	1.4	1.2
P/B (x)	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	11.9	7.8	5.5	4.3
EPS (원)	2,624	11,885	29,365	41,813
CFPS (원)	33,355	51,836	79,271	97,970
BPS (원)	226,492	249,209	273,665	310,765
DPS (원)	0	5,000	4,800	4,800
배당성향 (%)	0.0	39.0	15.2	10.7
배당수익률 (%)	0.0	4.4	4.3	4.3
매출액증가율 (%)	-1.0	-0.7	2.5	5.0
EBITDA증가율 (%)	-41.9	66.2	41.0	23.3
조정영업이익증가율 (%)	-67.1	124.4	63.1	33.8
EPS증가율 (%)	-83.9	353.0	147.1	42.4
매출채권 회전율 (회)	12.7	12.1	11.8	11.9
재고자산 회전율 (회)	6.7	6.5	6.3	6.4
매입채무 회전율 (회)	8.2	7.7	7.3	7.2
ROA (%)	0.7	1.5	3.4	4.7
ROE (%)	1.2	5.1	11.6	14.8
ROIC (%)	-0.7	4.7	7.2	9.5
부채비율 (%)	169.3	175.6	161.4	149.8
유동비율 (%)	113.2	99.9	102.0	107.0
순차입금/자기자본 (%)	58.4	78.4	70.4	59.6
조정영업이익/금융비용 (x)	1.1	2.2	3.6	4.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

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
2022.04.29	매수	275,506	-28.57	-12.86
2021.10.28	매수	334,544	-35.36	-20.00



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

투자의견 분류 및 적용기준

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(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

\* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

<ul style="list-style-type: none"><li>- 당사는 자료 작성일 현재 SK이노베이션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.</li><li>- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.</li><li>- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.</li><li>- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.</li></ul>
<p>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.</p>