

SK이노베이션  
(096770)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

180,000

하향

현재주가

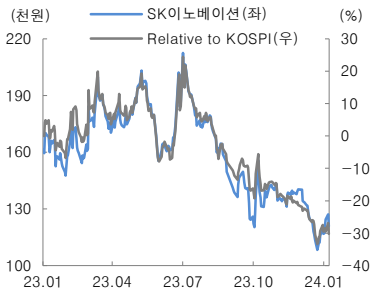
120,800

(24.02.06)

정유업종

KOSPI	2576.2
시가총액	12,264십억원
시가총액비중	0.64%
자본금(보통주)	503십억원
52주 최고/최저	212,534원 / 108,300원
120일 평균거래대금	742억원
외국인지분율	21.68%
주요주주	SK 외 12 인 34.47% 국민연금공단 7.21%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.5	-22.3	-40.5	-28.2
상대수익률	-9.4	-24.5	-39.9	-32.0



## 배터리 수익성 부진 지속

- 4Q OP 726억원(QoQ -95.4%)로 시장기대치(3,102억원)을 -77% 하회
- 정유부문, E&P 사업부문 실적 개선은 긍정적이나, 배터리부문 수익성 저조
- 1H24 판가하락, 신규공장 가동에 따른 초기비용으로 SK온 부진한 실적 전망

## 투자 의견 매수 유지, 목표주가 180,000원으로 -28% 하향

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 사업부문별 정유 8.3조원, 석유화학 5.8조원, 윤활기유 4.2조원, E&P 5.7조원 반영. 목표주가 하향은 SK온의 상반기 실적 둔화 가능성에 따른 연간 이익 추정치 하향 조정에 기인.

## 4Q23 Review: 시장기대치 하회

동사의 4Q OP 726억원(QoQ -95.4%)으로 시장기대치(3,102억원)을 -77% 하회. 정유부문 영업이익 -1,652억원으로 전분기대비 -1.2조원 감익. 유가 하락에 따른 재고평가손실 2,300억원 및 정제마진 하락(-5달러/배럴)에 기인. 윤활기유 부문 2,170억원(QoQ -17.1%). 원가 하락에 따라 스프레드는 개선되었으나, 전분기 발생한 재고효과 소멸로 감익. E&P 부문 OP 1,071억원(QoQ +34.9%) 기록. 중국 17-03 광구 가동에 따른 일 평균 생산량 QoQ +19.6% 증가. 배터리 부문 영업이익 -186억원(QoQ +675억원, OPM -0.7%) 기록. AMPC 2,401억원 제외 시 OPM -9.5%로 전분기(-9.3%)와 유사한 이익률 기록.

## 1Q24 Preview: 상반기 어려운 업황 지속

정유부문 1Q24 OP 3,276억원(QoQ +4,928억원) 전망. 1월 이후 석유제품 가격 급등 및 OSP 인하 효과로 동사의 추정 정제마진 +6달러/배럴 이상 개선 전망. 반면, SK온 예상 OP -1,847억원으로 적자폭 확대 전망. 메탈 가격 하락에 따른 판가 하락(QoQ -10%) 및 부정적 래깅효과 지속되는 가운데 헝가리 3공장(1Q24, 30GW), 중국SKOY(2Q24, 33GW) 신규 공장 가동에 따른 초기비용 발생 불가피. 하반기 이후 배터리 가격 안정화 및 고객사 재고소진에 따른 출하량 회복으로 수익성 점진적으로 개선 전망.

(단위: 십억원, %)

구분	4Q22	3Q23	직전추정	잠정치	4Q23			1Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	19,137	19,889	20,063	19,529	2.1	-1.8	19,097	19,833	3.6	1.6
영업이익	-765	1,353	996	449	흑전	-66.8	310	500	33.4	11.5
순이익	-576	691	-285	-90	적지	적전	111	1,614	흑전	흑전

자료: SK이노베이션, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	46,853	78,057	77,288	79,760	80,558
영업이익	1,742	3,917	1,903	2,309	2,332
세전순이익	818	2,860	923	1,536	1,497
지배지분순이익	292	1,569	248	779	1,020
EPS	3,042	16,339	2,543	7,979	10,514
PER	77.2	9.3	55.2	15.9	12.1
BPS	180,264	204,639	204,178	211,921	223,903
PBR	1.3	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE	1.8	8.5	1.3	3.8	4.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: SK이노베이션, 대신증권 Research Center

표 1. SK 이노베이션 분기별 이익 추정 테이블 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	19,142.9	18,727.3	19,889.1	19,529.3	19,832.9	19,582.1	19,918.6	20,426.9	78,056.9	77,288.5	79,760.5
정유	11,606.9	10,742.9	12,322.8	12,878.0	12,588.4	11,985.3	11,927.3	12,013.5	52,581.7	47,550.6	48,514.4
석유화학	2,535.1	2,857.4	2,899.7	2,452.0	3,249.0	3,380.7	3,392.5	3,367.5	11,026.9	10,744.2	13,389.6
윤활기유	1,302.3	1,109.7	1,186.6	1,094.2	1,008.3	981.6	956.5	931.6	4,981.5	4,692.8	3,878.0
배터리	3,305.3	3,696.1	3,172.7	2,723.1	2,618.1	2,817.7	3,226.6	3,683.2	7,617.7	12,897.2	12,345.6
기타(E&P,소재 등)	393.3	321.1	307.3	382.0	369.1	416.9	415.7	431.2	1,849.1	1,403.7	1,632.9
영업이익	375.0	-106.8	1,563.1	72.6	500.3	545.5	632.6	630.3	3,917.3	1,903.9	2,308.7
영업이익률(%)	2.0%	-0.6%	7.9%	0.4%	2.5%	2.8%	3.2%	3.1%	5.0%	2.5%	2.9%
정유	274.8	-411.2	1,112.5	-165.2	327.6	302.3	328.3	285.7	3,391.1	810.9	1,243.9
영업이익률(%)	2.4%	-3.8%	9.0%	-1.3%	2.6%	2.5%	2.8%	2.4%	6.4%	1.7%	2.6%
석유화학	108.9	170.2	237.0	0.4	112.9	133.0	140.6	136.9	128.0	516.5	523.4
영업이익률(%)	4.3%	6.0%	8.2%	0.0%	3.5%	3.9%	4.1%	4.1%	1.2%	4.8%	3.9%
윤활기유	259.2	259.9	261.7	217.0	189.9	180.5	171.5	162.7	1,071.2	997.8	704.6
영업이익률(%)	19.9%	23.4%	22.1%	19.8%	18.8%	18.4%	17.9%	17.5%	21.5%	21.3%	18.2%
배터리	-344.7	-131.5	-86.1	-18.6	-184.7	-136.2	-75.2	-22.9	-1,072.7	-580.9	-419.0
영업이익률(%)	-10.4%	-3.6%	-2.7%	-0.7%	-7.1%	-4.8%	-2.3%	-0.6%	-14.1%	-4.5%	-3.4%
기타(E&P,소재 등)	76.8	5.8	38.0	39.0	54.6	65.9	67.4	68.0	400.8	159.6	255.8
영업이익률(%)	19.5%	1.8%	12.4%	10.2%	14.8%	15.8%	16.2%	15.8%	21.7%	11.4%	15.7%
세전이익	156.3	-257.9	1,086.3	-61.1	301.8	97.3	531.7	604.9	2,860.2	923.6	1,535.6
지배주주순이익	-131.1	-222.1	691.3	-89.4	153.1	49.4	269.8	306.9	1,569.0	248.6	779.2
% YoY											
매출액	17.7	-5.9	-12.6	2.1	3.6	4.6	0.1	4.6	66.6	-1.0	3.2
정유	9.1	-23.4	-21.9	6.0	8.5	11.6	-3.2	-6.7	77.7	-9.6	2.0
석유화학	-9.7	-1.2	-0.4	1.5	28.2	18.3	17.0	37.3	15.5	-2.6	24.6
윤활기유	24.9	-9.6	-16.1	-15.6	-22.6	-11.5	-19.4	-14.9	48.7	-5.8	-17.4
배터리	162.3	187.0	44.6	-5.3	-20.8	-23.8	1.7	35.3	150.6	69.3	-4.3
영업이익	-77.3	적전	122.0	흑전	33.4	흑전	-59.5	768.2	124.9	-51.4	21.3
정유	-81.8	적전	251.5	적지	19.2	흑전	-70.5	흑전	192.3	-76.1	53.4
석유화학	249.0	123.9	118.8	흑전	3.7	-21.8	-40.7	34,123.0	-20.4	303.4	1.3
윤활기유	22.5	1.8	-22.1	-19.2	-26.7	-30.6	-34.5	-25.0	11.5	-6.9	-29.4
배터리	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	-88.6	적전	258.0	적지	93.0	흑전	-51.1	흑전	249.5	-67.7	66.3
지배주주순이익	적전	적전	823.8	적지	흑전	흑전	-61.0	흑전	437.2	-84.2	213.5
% QoQ											
매출액	0.0	-2.2	6.2	-1.8	1.6	-1.3	1.7	2.6			
정유	-4.5	-7.4	14.7	4.5	-2.2	-4.8	-0.5	0.7			
석유화학	4.9	12.7	1.5	-15.4	32.5	4.1	0.4	-0.7			
윤활기유	0.5	-14.8	6.9	-7.8	-7.9	-2.6	-2.6	-2.6			
배터리	14.9	11.8	-14.2	-14.2	-3.9	7.6	14.5	14.1			
영업이익	흑전	적전	흑전	-95.4	589.2	9.0	16.0	-0.4			
정유	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-7.7	8.6	-13.0			
석유화학	흑전	56.3	39.2	-99.8	28,122.4	17.8	5.7	-2.6			
윤활기유	-3.4	0.3	0.7	-17.1	-12.5	-4.9	-5.0	-5.1			
배터리	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지			
세전이익	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-67.8	446.5	13.8			
지배주주순이익	적지	적지	흑전	적전	흑전	-67.8	446.5	13.8			

자료: SK 이노베이션, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	46,853	78,057	77,288	79,760	80,558
매출원가	42,672	71,030	72,068	73,779	74,517
매출총이익	4,181	7,027	5,221	5,981	6,041
판매비와관리비	2,440	3,110	3,694	3,672	3,709
영업이익	1,742	3,917	1,903	2,309	2,332
영업이익률	3.7	5.0	2.5	2.9	2.9
EBITDA	3,255	5,710	4,281	5,729	5,758
영업외손익	-923	-1,057	-980	-773	-835
관계기업손익	437	2	141	249	249
금융수익	2,282	7,097	4,857	3,346	3,346
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-3,023	-8,107	-6,200	-4,238	-4,300
외환관련손실	1,193	4,043	3,026	1,744	1,744
기타	-619	-50	221	-130	-130
법인세비용차감전순손익	818	2,860	923	1,536	1,497
법인세비용	-374	-965	-377	-509	-496
계속사업순손익	445	1,895	546	1,027	1,001
중단사업순손익	44	0	0	0	0
당기순이익	489	1,895	546	1,027	1,001
당기순이익률	1.0	2.4	0.7	1.3	1.2
비자배지분순이익	196	326	297	248	-18
자배지분순이익	292	1,569	248	779	1,020
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	67	17	17	17	17
포괄순이익	1,157	2,066	717	1,198	1,172
비자배지분포괄이익	219	262	391	289	-22
자배지분포괄이익	938	1,803	326	909	1,194

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,042	16,339	2,543	7,979	10,514
PER	77.2	9.3	55.2	15.9	12.1
BPS	180,264	204,639	204,178	211,921	223,903
PBR	1.3	0.7	0.6	0.6	0.5
EBITDAPS	33,900	59,465	43,835	58,662	59,372
EV/EBITDA	10.6	6.0	9.1	7.7	7.5
SPS	487,901	812,834	791,369	816,748	830,632
PSR	0.5	0.2	0.2	0.1	0.1
CFPS	26,044	60,001	61,086	76,135	76,966
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	35.6	66.6	-1.0	32	1.0
영업이익 증가율	흑전	124.9	-51.4	21.3	1.0
순이익 증가율	흑전	288.0	-71.2	88.2	-2.5
수익성					
ROIC	36	8.0	28	3.3	32
ROA	40	6.7	27	30	2.9
ROE	1.8	8.5	1.3	38	48
안정성					
부채비율	152.5	189.2	214.7	224.2	223.2
순차입금비율	51.0	69.7	97.7	114.1	105.4
이자보상배율	4.4	6.1	1.8	2.3	2.2

자료: SK 이노베이션, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	21,482	31,967	30,886	30,477	33,872
현금및현금성자산	3,424	9,479	9,389	8,431	11,649
매출채권 및 기타채권	5,130	8,095	7,762	7,952	8,013
재고자산	7,849	11,858	11,201	11,559	11,675
기타유동자산	5,078	2,535	2,535	2,535	2,535
비유동자산	28,063	35,252	43,343	48,876	49,137
유형자산	19,337	25,111	33,213	38,638	38,779
관계기업투자금	4,284	4,772	4,907	5,150	5,394
기타비유동자산	4,442	5,370	5,223	5,087	4,963
자산총계	49,545	67,219	74,230	79,353	83,009
유동부채	14,512	27,557	28,419	29,260	29,905
매입채무 및 기타채무	11,324	14,411	14,321	14,610	14,704
차입금	864	7,559	7,659	7,359	7,059
유동상채무	1,831	4,840	5,691	6,542	7,394
기타유동부채	494	748	748	748	748
비유동부채	15,412	16,419	22,227	25,617	27,422
차입금	13,412	13,404	19,211	22,601	24,406
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,000	3,016	3,016	3,016	3,016
부채총계	29,924	43,977	50,645	54,876	57,326
자배지분	17,311	19,652	19,941	20,695	21,715
자본금	469	469	510	485	485
자본잉여금	7,698	8,198	8,198	8,198	8,198
이익잉여금	10,199	11,580	11,828	12,607	13,627
기타지분변동	-1,054	-595	-595	-595	-595
비자배지분	2,310	3,591	3,644	3,781	3,968
자본총계	19,621	23,242	23,584	24,477	25,683
순차입금	10,004	16,190	23,039	27,938	27,076

연금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-495	407	8,498	8,629	8,785
당기순이익	489	1,886	546	1,027	1,001
비현금항목의 가감	2,012	3,867	5,420	6,408	6,463
감가상각비	1,514	1,793	2,754	3,420	3,426
외환손익	96	-376	495	638	638
지분법평가손익	-437	-2	0	0	0
기타	839	2,452	2,171	2,350	2,399
자산부채의 증감	-2,585	-4,270	3,653	2,495	2,670
기타현금흐름	-411	-1,085	-1,122	-1,301	-1,350
투자활동 현금흐름	-4,111	-5,123	-10,799	-8,907	-3,641
투자자산	-1,805	1,801	-135	-243	-243
유형자산	-2,273	-6,710	-10,710	-8,710	-3,444
기타	-33	-215	46	46	46
재무활동 현금흐름	5,030	10,507	8,225	5,342	3,782
단기차입금	-724	6,884	100	-300	-300
사채	2,559	2,415	3,315	3,315	3,315
장기차입금	0	0	2,492	75	-1,510
유상증자	0	0	41	-25	0
현금배당	-25	-217	0	0	0
기타	3,220	1,426	2,277	2,277	2,277
현금의 증감	483	6,055	-90	-958	3,218
기초 현금	2,941	3,424	9,479	9,389	8,431
기말 현금	3,424	9,479	9,389	8,431	11,649
NOPLAT	946	2,596	1,126	1,544	1,559
FCF	-793	-2,676	-6,897	-3,813	1,475

[Compliance Notice]

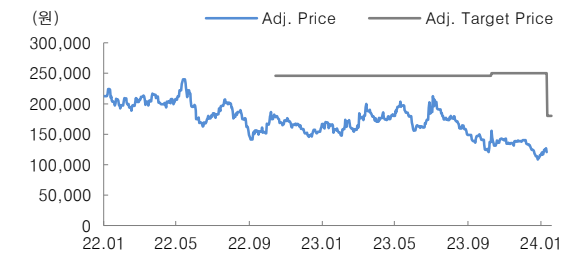
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.02.07	23.12.02	23.11.06	23.07.31	23.06.01	23.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	250,000	250,000	246,000	246,000	246,000
과리율(평균%)		(47.38)	(44.40)	(30.96)	(27.67)	(27.07)
과리율(최대/최소%)		(42.20)	(42.20)	(13.60)	(17.40)	(23.24)
제시일자	23.04.07	23.02.08	22.11.10			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	246,000	246,000	246,000			
과리율(평균%)	(32.46)	(33.86)	(33.94)			
과리율(최대/최소%)	(18.80)	(25.12)	(27.00)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						00.06.29
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240204)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.3%	9.7%	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