

SK이노베이션 (096770)

나두 24년 상반기까진 눈높이 대폭 조정

목표주가 20만원, 투자 의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 20만원, 투자 의견 매수를 유지한다. EV 수요 부진과 메탈가격 하락세 지속으로 SK-On 수익성 개선이 예상보다 더디게 이뤄지고 있음은 분명 아쉬운 부분이다. 다만, 24년 연간 출하량 증가 및 AMPC 수령금액 확대 등으로 적자규모가 전년대비 축소 예상된다는 점은 고무적이다. 또한 주요 본업인 정유 부문도 역사적 호황에 근접하는 상황을 누리고 있음을 다시 한번 상기할 필요가 있다는 판단이다.

4Q23 Review: 영업이익 726억원(컨센서스 1,433억원 대비 -49.3%)

4분기 동사 영업이익은 726억원(-95.4%QoQ)으로 컨센서스 1,433억원 대비 -49.3% 하회하였다. SK-On 적자규모가 축소되긴 했으나, 유가 하락으로 정유 부문에서 대규모 재고평가손실이 발생했고, 화학 부문에서도 스프레드 부진과 더불어 NCC 정기보수로 인한 판매량 감소 및 일회성 비용 반영이 부정적으로 작용했음에 근거한다.

정유 부문은 -1,652억원으로 QoQ 적자전환했는데, 래깅마진 약세 및 유가 하락으로 약 2.3천억원의 재고손실이 반영된 영향이다. 다만, 1분기는 정제마진 호조와 유가 상승 등에 기인해 영업이익 3.8천억원 수준으로 재차 정상화될 전망이다. 화학 부문은 NCC 정기보수로 인한 물량 감소와 일회성 비용 발생, 스프레드 축소, 재고손실 등이 모두 겹치며 영업이익은 BEP 레벨에 그쳤다. 윤활유는 판매량과 기유 스프레드가 지난 분기와 유사한 수준에서 이어졌으나, 기유 가격 하락에 따른 해외법인 재고평가손실 발생으로 수익성은 하락했고, 영업이익도 2,170억원(-17.1%QoQ)에 그쳤다.

SK-On 영업손익은 -186억원으로 전 분기 -861억원 대비 적자규모는 축소되었다. 다만, 이는 AMPC 확대에 따른 것이며 AMPC 효과를 제외한 손익은 -2,587억원으로 수익성은 전분기와 유사한 -9.5% 수준에 그쳐진 것으로 추정된다. 24년 상반기까지는 메탈가격 하락으로 인한 판가 조정과 고가 메탈재고 투입에 따른 역래깅효과, 신규 생산설비 상업가동 개시로 인한 고정비 부담까지 겹치며 영업손실 규모는 확대가 불가피할 것으로 예상된다.

SK-On, 24년(특히 상반기) 눈높이 대폭 하향 조정

동사 전지 부문에 대한 눈높이 역시 경쟁사들과 비슷하게 24년 상반기까지는 하향 조정이 필요하다. 특히 24년 1분기 헝가리 #3공장, 2분기 중국 옌청공장 신규 가동이 예정되어 있는 만큼 초기 수율 안정화 관련 고정비 부담을 피할 수 없겠다. 다만, 지난 20~22년 신규공장 가동 통해 축적한 학습효과 등을 감안하면 초기 기회비용 및 손실 규모 자체는 과거 대비 축소될 수 있을 전망이다. 24년 하반기로 넘어가면서 유럽/중국 신규 공장 안정화, 미국 판매량 증가와 그에 따른 AMPC 수취금액 확대 등에 기인해 SK-On 분기 BEP 달성시기는 대략 24년 4분기 또는 25년 1분기 정도로 예상된다.

최근 시장에서는 SK-On 눈높이 하향 조정에만 주목할 뿐, 동사 주요 본업인 정유부문 업황이 24년 생각보다 강하다는 점은 간과하고 있는 듯 하다. 신규 CDU 물량은 수요 증가에 전혀 미치지 못하는데다, 미국/아시아 가동률은 이미 90~95% 유지하고 있어 기존 설비의 추가 생산여력도 부족하다. 24년 2월 현재까지의 정제마진은 12달러로 과거 Golden Age였던 11년, 15년 당시 10~11달러 수준의 정제마진을 넘어서고 있다. 정유부문 호시황, 24년 하반기 및 25년에 대폭 개선될 SK-On 영업여건에 이어 금번 자사주 소각에서 보여준 주주친화정책 기조에도 주목할 필요가 있다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	200,000원(유지)
증가(2024.02.06)	120,800원
상승여력	65.6%

Stock Indicator

자본금	469십억원
발행주식수	10,066만주
시가총액	12,159십억원
외국인지분율	21.8%
52주 주가	108,300~216,000원
60일평균거래량	386,286주
60일평균거래대금	50.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.5	-22.3	-40.5	-27.8
상대수익률	-9.4	-25.3	-39.5	-33.5

Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	78,057	77,289	78,421	82,795
영업이익(십억원)	3,917	1,904	2,312	4,247
순이익(십억원)	1,569	282	442	1,391
EPS(원)	16,743	3,012	4,717	14,847
BPS(원)	209,698	223,734	227,933	241,448
PER(배)	9.2	40.1	25.6	8.1
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	8.5	1.3	1.9	5.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	1.7	1.7
EV/EBITDA(배)	5.1	7.2	7.1	5.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학]

전유진 2122-9193 yujinjn@hi-ib.com

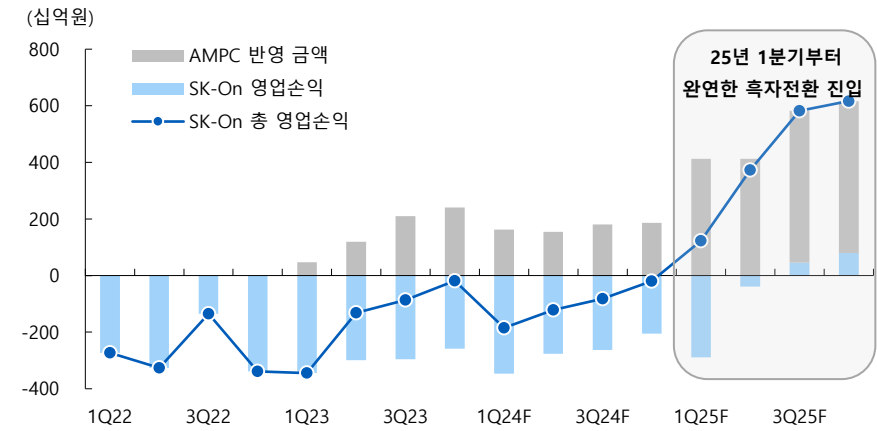
표1. SK 이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
합계											
매출액	19,143	18,727	19,889	19,529	19,675	19,063	19,110	19,209	78,057	77,289	78,421
영업이익	375	-107	1,563	73	568	589	602	675	3,917	1,904	2,312
영업이익률	2.0%	-0.6%	7.9%	0.4%	2.9%	3.1%	3.1%	3.5%	5.0%	2.5%	2.9%
석유											
매출액	11,607	10,743	12,323	12,878	12,897	12,651	12,408	12,361	52,582	47,551	50,316
영업이익	275	-411	1,113	-165	383	255	203	256	3,391	811	1,098
영업이익률	2.4%	-3.8%	9.0%	-1.3%	3.0%	2.0%	1.6%	2.1%	6.4%	1.7%	2.2%
화학											
매출액	2,535	2,857	2,900	2,452	2,648	2,670	2,654	2,391	11,027	10,744	10,363
영업이익	109	170	237	0.4	85	119	138	133	127	517	475
영업이익률	4.3%	6.0%	8.2%	0.0%	3.2%	4.5%	5.2%	5.6%	1.2%	4.8%	4.6%
윤활유											
매출액	1,302	1,110	1,187	1,094	1,140	1,168	1,117	1,094	4,982	4,693	4,520
영업이익	259	260	262	217	207	232	227	209	1,071	998	875
영업이익률	19.9%	23.4%	22.1%	19.8%	18.2%	19.9%	20.3%	19.1%	21.5%	21.3%	19.4%
SK-On (AMPC 반영)											
매출액	3,305	3,696	3,173	2,723	2,666	2,508	2,921	3,420	7,618	12,897	11,515
영업이익	-345	-132	-86	-19	-184	-121	-82	-19	-1,073	-581	-407
영업이익률	-10.4%	-3.6%	-2.7%	-0.7%	-6.9%	-4.8%	-2.8%	-0.6%	-14.1%	-4.5%	-3.5%
SK-On(AMPC 제외 시)											
매출액	3,305	3,696	3,173	2,723	2,666	2,508	2,921	3,420	7,618	12,897	11,515
영업이익	-345	-299	-296	-258.7	-347	-276	-263	-205	-1,073	-1,198	-1,091
영업이익률	-10.4%	-8.1%	-9.3%	-9.5%	-13.0%	-11.0%	-9.0%	-6.0%	-14.1%	-9.3%	-9.5%
AMPC 추정											
판매량(GW)	0.8	2.0	3.6	4.1	2.8	2.6	3.1	3.2		10.5	11.7
AMPC 반영	47.2	119.8	209.9	240.1	162.2	154.4	180.5	186.0		617	683
LiBS & 기타											
매출액	393	321	307	382	422	425	429	432	1,849	1,404	1,708
영업이익	77	6	38	39	72	65	74	61	401	160	272
영업이익률	19.5%	1.8%	12.4%	10.2%	17.2%	15.2%	17.2%	14.2%	21.7%	11.4%	15.9%

자료: 하이투자증권 리서치본부

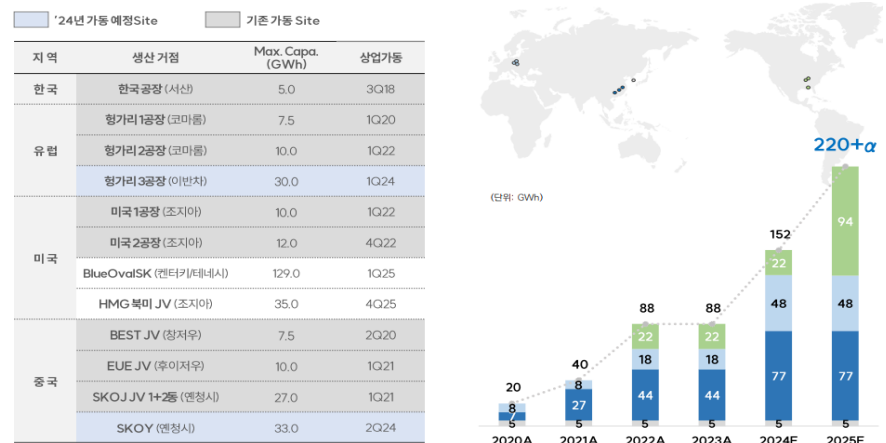
주: 동사 LiBS 부문 이익은 내부거래로 인해 SKIET 실적과 상이하며, 당사 추정치에 기반한 매출액에 E&P, Staff 비용 등 기타부문과 합산 반영

그림1. SK-On 분기별 영업이익 추이 및 전망



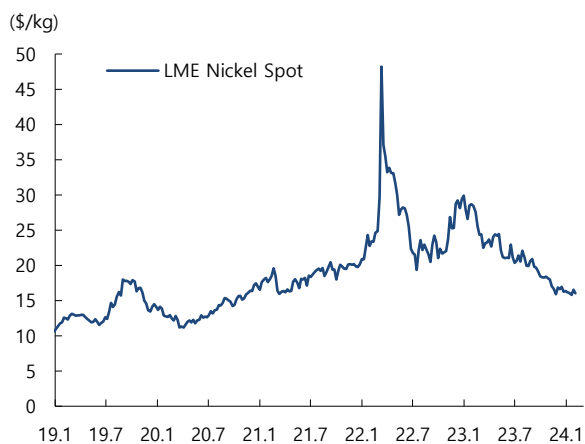
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. SK-On 연도별 생산설비 규모 예상 추이



자료: SK이노베이션, 하이투자증권 리서치본부

그림3. LME 니켈 가격 추이



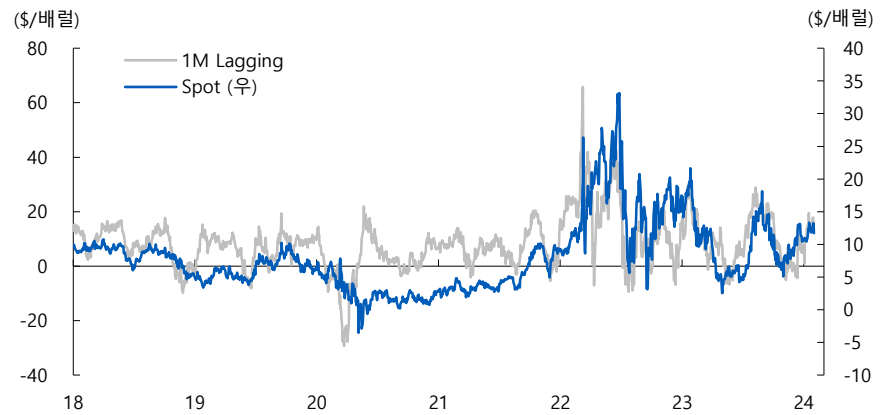
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 중국 수산화리튬 스팟 가격 추이



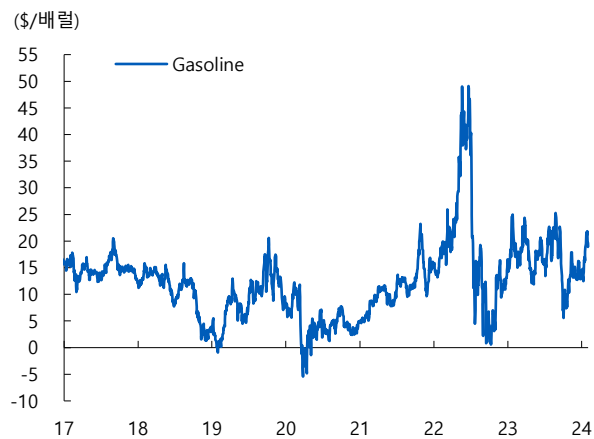
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 복합정제마진 추이



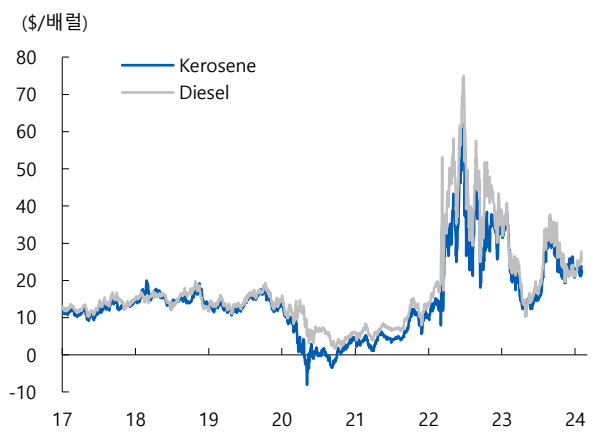
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 휘발유 스프레드 추이



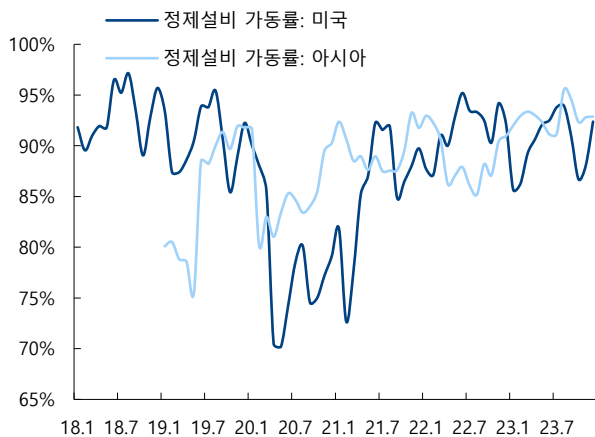
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 중간유분 스프레드 추이



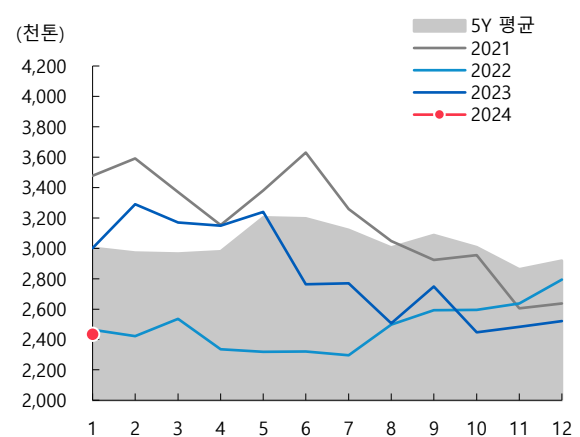
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 미국/아시아 정제설비 가동률



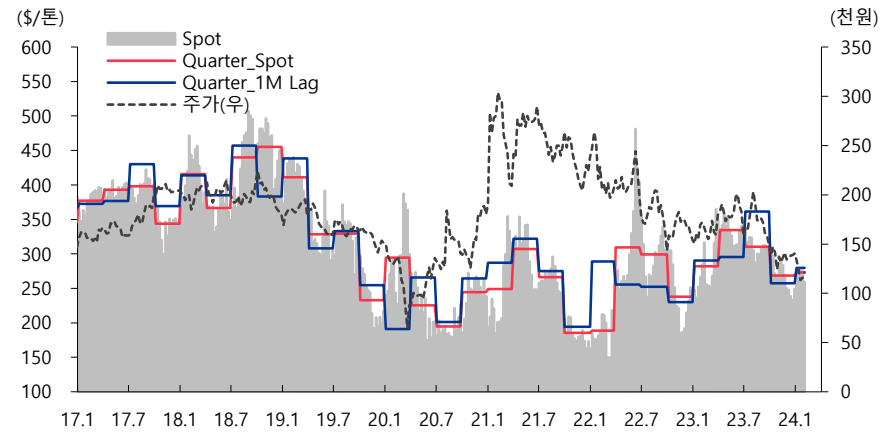
자료: OPEC, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 유럽 등/경유 재고 추이



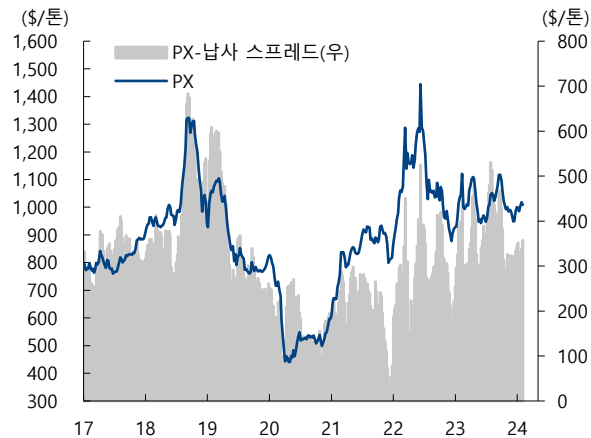
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림10. SK 이노베이션 화학부문 가중평균 스프레드 추이



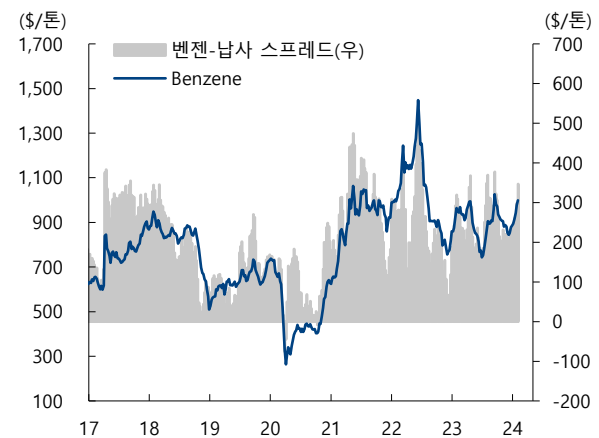
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림11. PX 가격 및 스프레드 추이



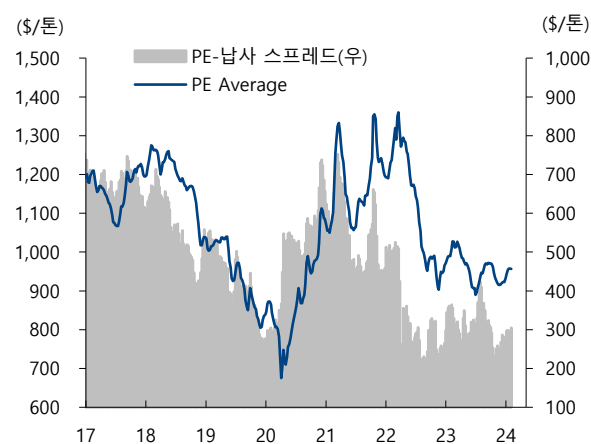
자료: 시스کم, 하이투자증권 리서치본부

그림12. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



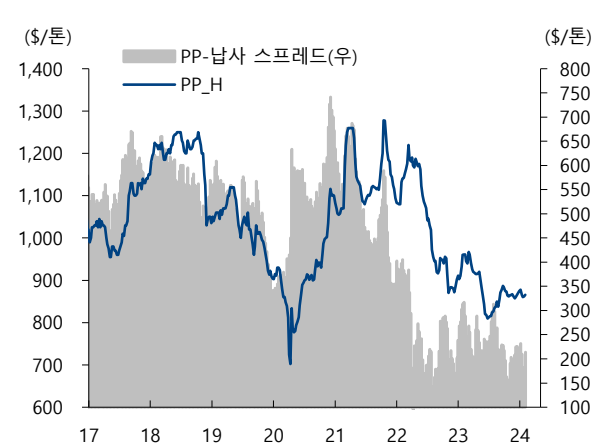
자료: 시스کم, 하이투자증권 리서치본부

그림13. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스کم, 하이투자증권 리서치본부

그림14. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스کم, 하이투자증권 리서치본부

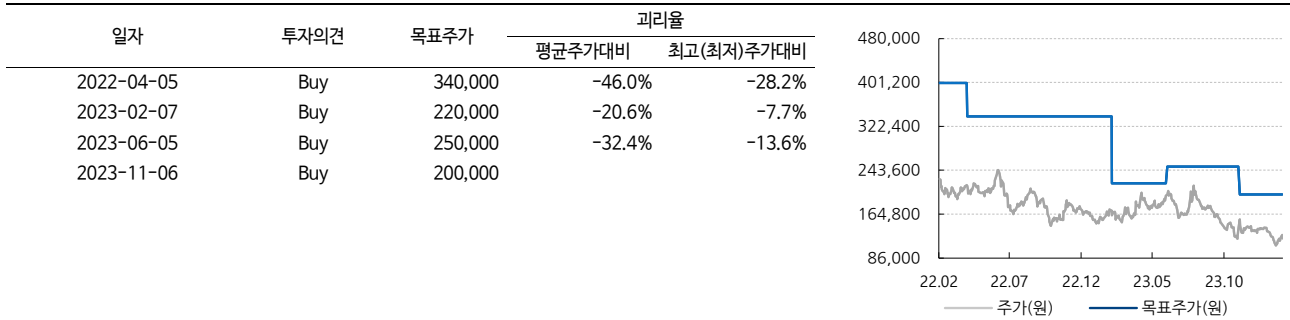
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	31,967	31,226	27,220	29,426	매출액	78,057	77,289	78,421	82,795
현금 및 현금성자산	9,479	10,552	7,771	8,963	증가율(%)	66.6	-1.0	1.5	5.6
단기금융자산	1,507	1,552	1,599	1,647	매출원가	71,030	71,711	72,241	74,422
매출채권	8,303	8,223	8,341	8,795	매출총이익	7,027	5,578	6,180	8,373
재고자산	11,858	10,048	8,626	9,107	판매비와관리비	3,110	3,674	3,868	4,126
비유동자산	35,252	42,625	50,013	53,844	연구개발비	418	-	-	-
유형자산	25,111	32,052	38,996	42,304	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2,078	1,893	1,729	1,583	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	67,219	73,851	77,233	83,270	영업이익	3,917	1,904	2,312	4,247
유동부채	27,557	26,962	27,791	29,487	증가율(%)	124.9	-51.4	21.4	83.7
매입채무	9,146	9,339	9,476	10,004	영업이익률(%)	5.0	2.5	2.9	5.1
단기차입금	7,559	8,059	9,259	10,259	이자수익	206	226	175	199
유동성장기부채	4,840	3,394	2,724	2,724	이자비용	646	997	983	1,088
비유동부채	16,419	20,419	22,419	24,919	지분법이익(손실)	2	94	94	94
사채	8,420	9,420	10,420	11,920	기타영업외손익	-50	-33	-42	-42
장기차입금	4,984	7,984	8,984	9,984	세전계속사업이익	2,860	546	855	2,798
부채총계	43,977	47,381	50,211	54,407	법인세비용	965	184	288	943
지배주주지분	19,652	22,799	23,227	24,605	세전계속이익률(%)	3.7	0.7	1.1	3.4
자본금	469	510	510	510	당기순이익	1,895	362	567	1,855
자본잉여금	8,198	10,399	10,399	10,399	순이익률(%)	2.4	0.5	0.7	2.2
이익잉여금	11,580	11,862	12,119	13,326	지배주주귀속 순이익	1,569	282	442	1,391
기타자본항목	-595	29	199	370	기타포괄이익	171	171	171	171
비지배주주지분	3,591	3,670	3,795	4,259	총포괄이익	2,066	533	738	2,026
자본총계	23,242	26,470	27,022	28,863	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	407	5,199	4,941	4,845	주당지표 (원)				
당기순이익	1,895	362	567	1,855	EPS	16,743	3,012	4,717	14,847
유형자산감가상각비	1,616	1,908	2,306	2,692	BPS	209,698	223,734	227,933	241,448
무형자산감각비	177	195	174	156	CFPS	35,877	25,452	31,188	45,234
지분법관련손실(이익)	2	94	94	94	DPS	-	-	2,000	2,000
투자활동 현금흐름	-5,123	-9,476	-9,872	-6,683	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-6,710	-8,850	-9,250	-6,000	PER	9.2	40.1	25.6	8.1
무형자산의 처분(취득)	-288	-10	-10	-10	PBR	0.7	0.5	0.5	0.5
금융상품의 증감	-591	-520	-514	-574	PCR	4.3	4.7	3.9	2.7
재무활동 현금흐름	10,507	7,175	3,955	4,741	EV/EBITDA	5.1	7.2	7.1	5.1
단기금융부채의증감	6,884	-946	530	1,000	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,415	4,000	2,000	2,500	ROE	8.5	1.3	1.9	5.8
자본의증감	-	2,242	-	-	EBITDA0이익률	7.3	5.2	6.1	8.6
배당금지급	-125	-125	-125	-125	부채비율	189.2	179.0	185.8	188.5
현금및현금성자산의증감	6,055	1,073	-2,781	1,191	순부채비율	63.7	63.3	81.5	84.1
기초현금및현금성자산	3,424	9,479	10,552	7,771	매출채권회전율(x)	11.4	9.4	9.5	9.7
기말현금및현금성자산	9,479	10,552	7,771	8,963	재고자산회전율(x)	7.9	7.1	8.4	9.3

자료 : SK이노베이션, 하이투자증권 리서치본부

SK이노베이션 투자이전 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 기관투자자 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 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 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-