

SK이노베이션 (096770)

SK-on 하반기 BEP 달성 가능성에 대한 의문

목표주가 16만원, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 16만원과 투자의견 매수 유지한다. 여전히 더딘 SK-On 수익성 회복은 동사 전체적인 실적과 주가에 최대 걸림돌로 작용하고 있다. 그럼에도 불구하고 E&P 포함한 전통에너지 사업부가 안정적인 캐쉬카우 역할을 해주고 있고, 11월 1일 기점으로 예상되는 SK-On과 SK트레이딩인터내셔널, SK엔텀 등의 합병 이후 SK-On에 대한 동사의 직접적인 추가 자금지원 리스크가 소멸될 수 있다는 점은 긍정적이다.

보수적으로 SK-On 기업가치를 사실상 제로로 가정하고 전통에너지 사업과 E&S 합병 가치만 감안하더라도 적정 시가총액은 23조원 내외로 추정되는 바, 현재 10.3조원에 그치는 시가총액은 너무 싸다. 밸류에이션 측면에서의 매수의견을 유지한다.

2Q24 Review: 영업적자 -458억원(컨센서스 970억원 대비 적자전환)

2분기 영업손익 -458억원으로 QoQ 적자전환 및 시장 컨센서스 970억원 대비 큰 폭 하회하였다. 이는 SK-On 영업적자 규모가 예상보다 훨씬 더 컸고, 정제마진 및 유가 약세로 정유 부문 영업이익 역시 큰 폭 감소한 영향이다. 화학과 E&P 사업은 정기보수로 인한 물량 감소 및 일회성 비용 등을 제외하면 충분히 견고한 실적이었다.

정유 부문 영업이익은 정제마진과 유가 약세로 1,442억원(-75.6%QoQ)으로 큰 폭 축소되었으며, 화학은 벤젠/PX 등 주요 제품 스프레드 개선됐음에도 PX 정기보수로 물량 감소하며 영업이익은 994억원(-20.2%QoQ)으로 감소하였다. 윤활유는 스프레드 축소 및 판매량 감소로 1,524억원(-30.9%QoQ)에 그쳤으며, 최근 동사의 캐쉬카우 역할을 해주고 있는 E&P 사업은 전 분기와 유사한 이익을 이어갔다.

한편, SK-On 손익은 -4,601억원(AMPC 제외 시 -5,720억원)으로 전 분기 -3,315억원 대비 적자가 재차 확대되었는데, 이는 역대 가장 큰 규모의 분기 영업적자였다. 미국 판매량 증가로 AMPC 금액이 1,119억원(+734억원QoQ) 증가했음에도 전반적인 공장 가동률 하락 및 헝가리 #3공장 신규 가동에 따른 고정비 부담이 증가한 영향이다.

하반기 BEP 달성 가이드선 유지에도 불구하고, 영업적자 지속 예상

동사 영업손익과 주가 회복의 최대 걸림돌인 SK-On 이익 체력에 대한 눈높이는 매년 및 매 분기 지속적으로 낮아지고 있다. 이번 분기 역시 크게 다르지 않았으며 오히려 역대 최대치에 달하는 적자를 기록했음이 아쉽다. 최근 주요 OEM 업체들은 EV 판매 가이드선을 하향 조정하고 있고, 이에 동반해 국내 주요 배터리 업체들 역시 기존 대비 출하량 및 매출액 가이드선 하향 움직임을 보이고 있다.

그럼에도 동사는 고객사 재고축적 수요와 신차 라인업, 운영비 절감 등에 기인해 24년 미드싱글의 출하량 성장 및 하반기 영업이익 BEP 달성 계획을 여전히 고수하고 있다. 그러나 글로벌 EV 수요 성장이 그리 낙관적이지는 않겠고, 동사 기존 설비들의 가동률이 낮은 상황에서 헝가리 3공장 및 중국 연천공장도 신규 가동되는 만큼 초기 고정비 부담은 불가피하다. 따라서 당사는 AMPC 반영 감안하더라도 하반기 영업적자 지속되는 한편, 유의미한 BEP 달성 시기는 25년 2분기 정도로 추정한다.

전통에너지 사업의 호조, E&S 및 일부 자회사들과의 SK-On 합병 이후 추가 자금지원 리스크 소멸과 낮은 밸류에이션 등은 충분히 매력적이다. 다만, 매 분기 실망스러운 SK-On 수익성 악화와 연말 미국 대선 불확실성 등을 고려하면 단기적인 주가 상승 모멘텀은 크지 않아 보다 긴 호흡으로의 접근을 추천한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

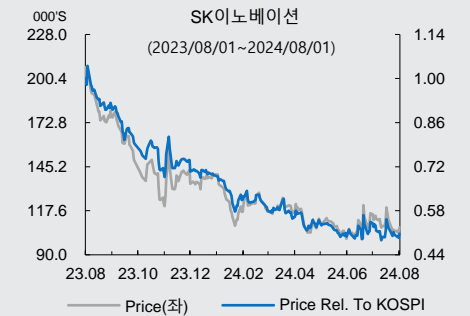
목표주가(12M)	160,000원(유지)
종가(2024.08.01)	107,200원
상승여력	49.3 %

Stock Indicator

자본금	510십억원
발행주식수	9,574만주
시가총액	10,263십억원
외국인지분율	21.6%
52주 주가	100,000~207,500원
60일평균거래량	780,596주
60일평균거래대금	88.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.0	-3.5	-11.6	-47.2
상대수익률	-6.1	-6.7	-20.8	-51.4

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	77,288	76,840	77,617	76,913
영업이익(십억원)	1,904	1,462	3,885	5,620
순이익(십억원)	256	91	790	1,351
EPS(원)	2,624	932	8,147	13,935
BPS(원)	217,879	230,642	239,814	254,774
PER(배)	53.5	115.1	13.2	7.7
PBR(배)	0.6	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	1.2	0.4	3.5	5.6
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	7.7	8.5	4.6	3.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@hi-ib.com

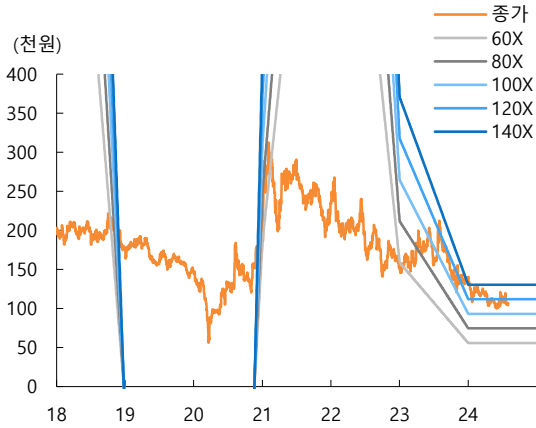
표1. SK 이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
합계											
매출액	19,143	18,727	19,889	19,529	18,855	18,799	19,345	19,842	78,057	77,288	76,840
영업이익	375	-274	1,353	-168	586.2	-46	398	524	3,917	1,287	1,462
영업이익률	2.0%	-1.5%	6.8%	-0.9%	3.1%	-0.2%	2.1%	2.6%	5.0%	1.7%	1.9%
석유											
매출액	11,607	10,743	12,323	12,878	12,855	13,164	11,897	11,772	52,582	47,551	49,688
영업이익	275	-411	1,113	-165	591	144	232	412	3,391	811	1,380
영업이익률	2.4%	-3.8%	9.0%	-1.3%	4.6%	1.1%	2.0%	3.5%	6.4%	1.7%	2.8%
화학											
매출액	2,535	2,857	2,900	2,452	2,759	2,594	2,747	2,394	11,027	10,744	10,494
영업이익	109	170	237	0	125	99	152	139	127	517	515
영업이익률	4.3%	6.0%	8.2%	0.0%	4.5%	3.8%	5.5%	5.8%	1.2%	4.8%	4.9%
윤활유											
매출액	1,302	1,110	1,187	1,094	1,137	1,063	1,151	917	4,982	4,693	4,268
영업이익	259	260	262	217	220	152	191	169	1,071	998	732
영업이익률	19.9%	23.4%	22.1%	19.8%	19.4%	14.3%	16.6%	18.4%	21.5%	21.3%	17.2%
SK-On (AMPC 반영)											
매출액	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	1,554	3,047	4,214	7,618	12,897	10,498
영업이익	-345	-132	-86	-19	-332	-460	-254	-270	-1,073	-581	-1,316
영업이익률	-10.4%	-3.6%	-2.7%	-0.7%	-19.7%	-29.6%	-8.3%	-6.4%	-14.1%	-4.5%	-12.5%
SK-On(AMPC 제외 시)											
매출액	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	1,554	3,047	4,214		12,897	10,498
영업이익	-392	-251	-296	-259	-370	-572	-396	-421		-1,198	-1,759
영업이익률	-11.9%	-6.8%	-9.3%	-9.5%	-22.0%	-36.8%	-13.0%	-10.0%		-9.3%	-16.8%
AMPC 추정											
판매량(GW)	0.8	2.0	3.6	4.1	0.6	1.8	2.3	2.6		10.5	7.4
AMPC 반영	47.2	119.8	209.9	240.1	38.5	111.9	142.0	151.6		617.0	444.0
LiBS & 기타											
매출액	393	321	307	382	420	425	502	545	1,849	1,404	1,893
영업이익	77	-161	-172	-201	-18	18	77	74	401	-457	151
영업이익률	19.5%	-50.2%	-55.9%	-52.7%	-4.4%	4.3%	15.3%	13.6%	21.7%	-32.6%	8.0%

자료: 하이투자증권 리서치본부

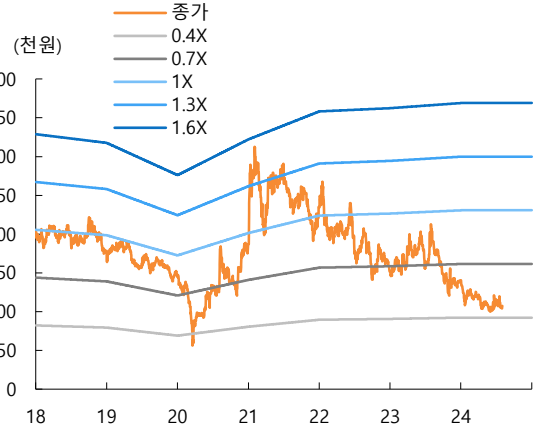
주: 동사 LiBS 부문 이익은 내부거래로 인해 SKIET 실적과 상이하며, 당사 추정치에 기반한 매출액에 E&P, Staff 비용 등 기타부문과 합산 반영

그림1. SK 이노베이션 12M Forward 기준 PER 추이



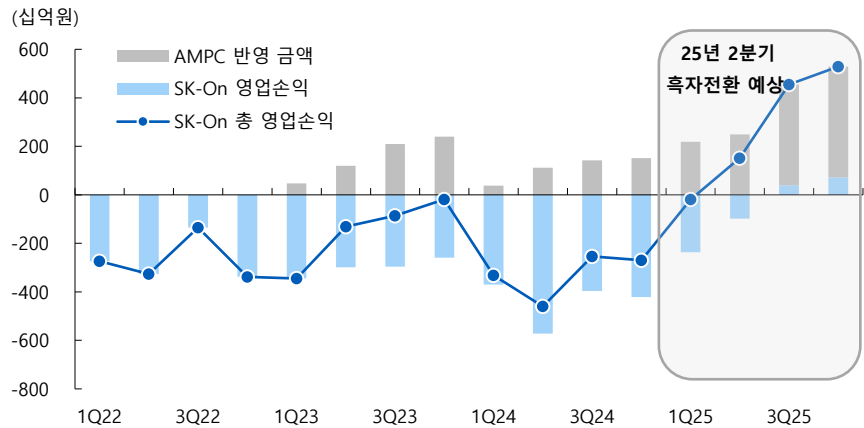
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. SK 이노베이션 12M Forward 기준 PBR 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

그림3. SK-On 분기별 영업이익 추이 및 전망



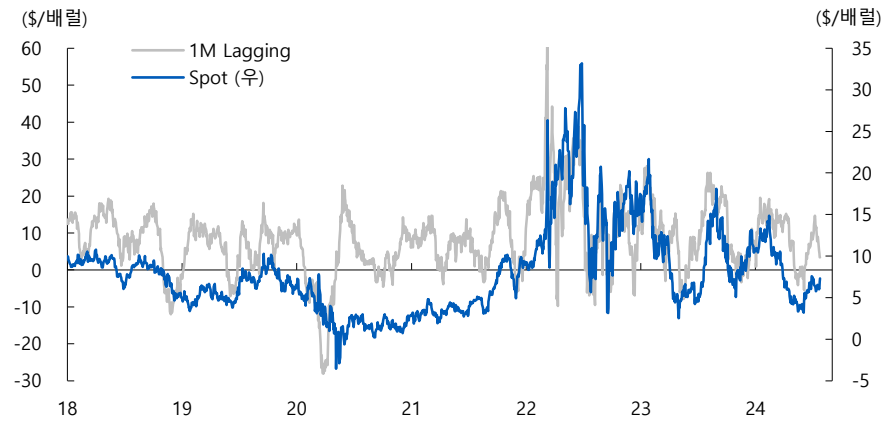
자료: 하이투자증권 리서치본부

표2. SK-On 사이트별 공장 및 상업가동 시기

지역	생산 거점	Max Capa(GWh)	상업가동 시기
한국	한국 공장 (서산 1/2동)	7.0	2018년 3분기
	한국 공장 (서산 3동)	14.0	2025년
유럽	헝가리 1공장 (코마롬)	7.5	2020년 1분기
	헝가리 2공장 (코마롬)	10.0	2022년 1분기
	헝가리 3공장 (이반차)	30.0	2024년 2분기
미국	미국 1공장 (조지아)	10.0	2022년 1분기
	미국 2공장 (조지아)	12.0	2022년 4분기
	BlueOvalSK (켄터키/테네시)	127.0	2025년
	HMG 북미 JV (조지아)	35.0	2025년
중국	BEST JV (창저우)	7.5	2020년 2분기
	EUE JV (후이저우)	10.0	2020년 1분기
	SKOJ JV 1+2동 (헝청시)	27.0	2020년 1분기
	SKOY (옌청시)	33.0	2024년 말(예정)

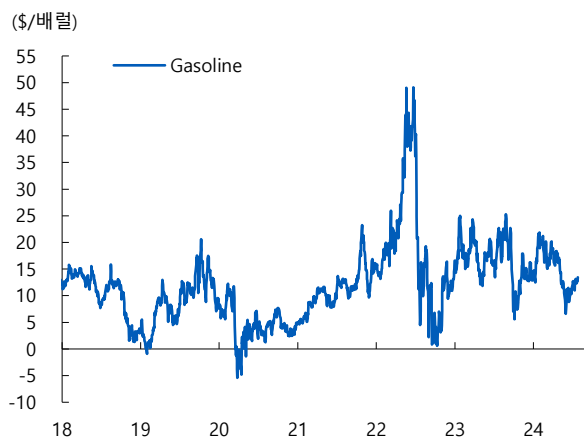
자료: SK이노베이션, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 복합정제마진 추이



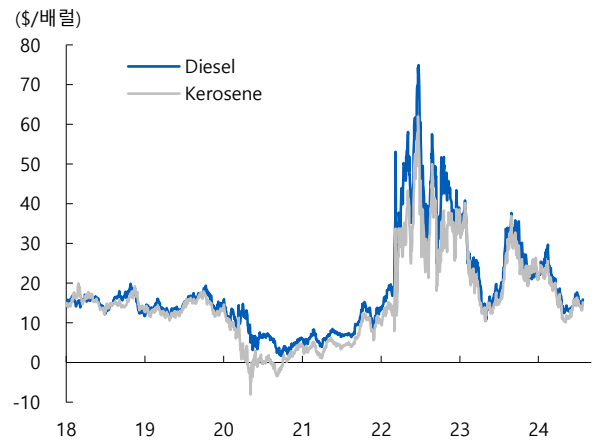
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 휘발유 스프레드 추이



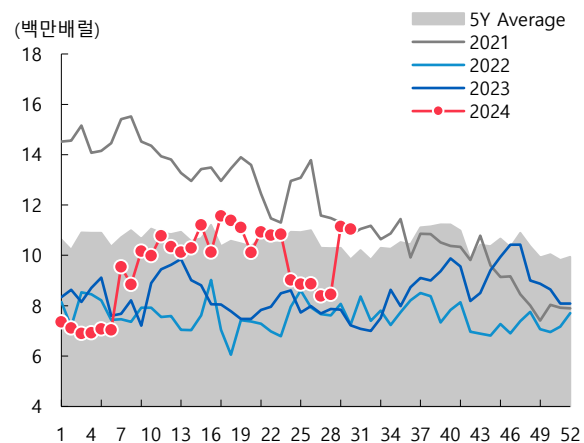
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 중간유분 스프레드 추이



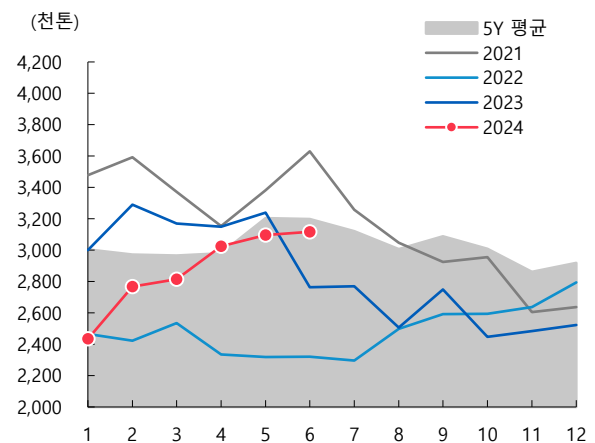
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 아시아 중간유분 재고



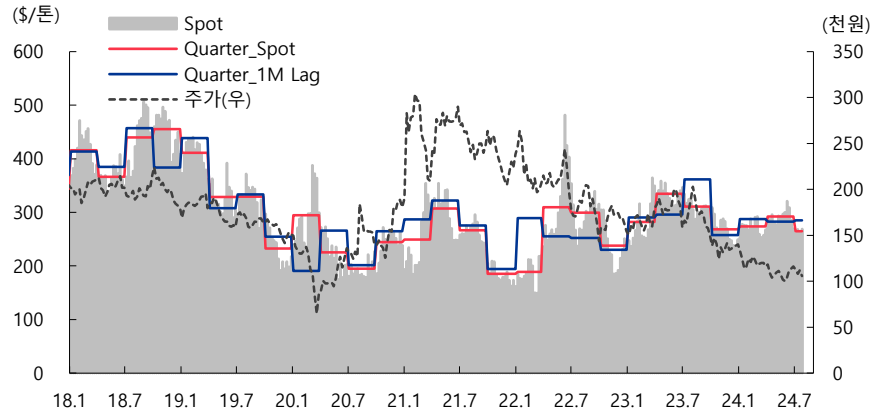
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 유럽 등/경유 재고 추이



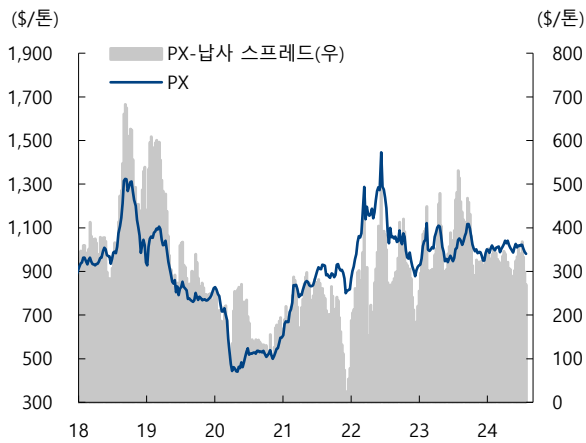
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림9. SK 이노베이션 화학부문 가중평균 스프레드 추이



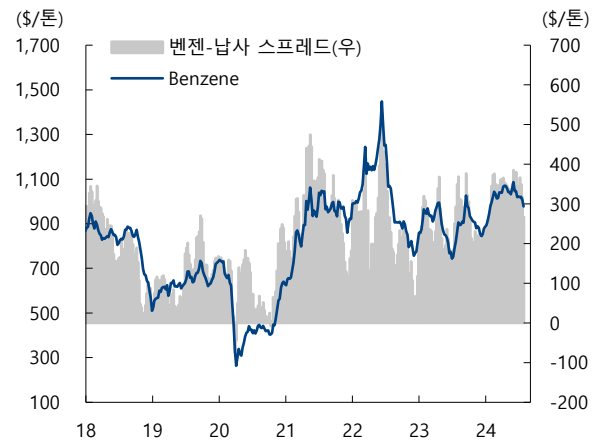
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림10. PX 가격 및 스프레드 추이



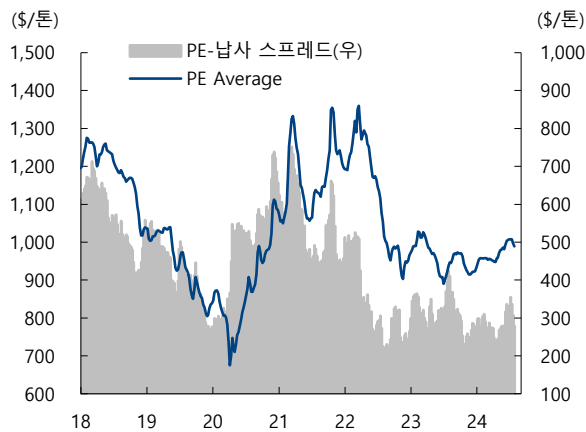
자료: Ciscchem, 하이투자증권 리서치본부

그림11. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



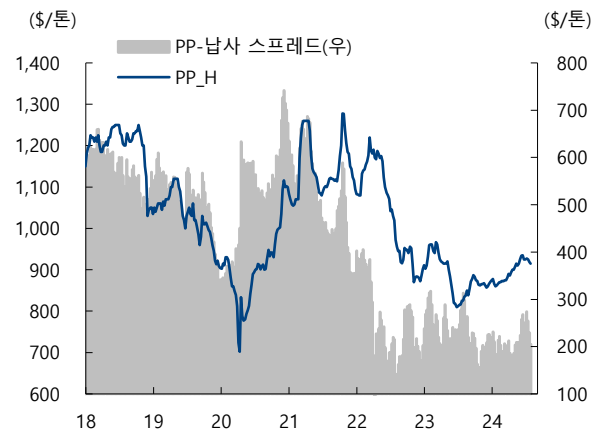
자료: Ciscchem, 하이투자증권 리서치본부

그림12. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, 하이투자증권 리서치본부

그림13. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, 하이투자증권 리서치본부

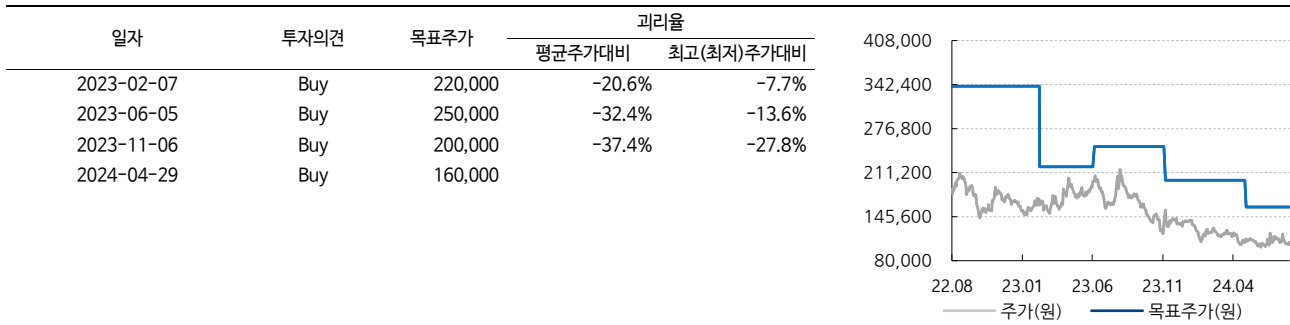
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	33,280	29,222	33,649	40,060	매출액	77,288	76,840	77,617	76,913
현금 및 현금성자산	13,074	8,766	12,987	19,562	증가율(%)	-1.0	-0.6	1.0	-0.9
단기금융자산	349	332	335	338	매출원가	72,274	71,623	69,911	67,631
매출채권	8,042	8,095	8,174	8,102	매출총이익	5,014	5,217	7,706	9,282
재고자산	11,123	11,366	11,480	11,376	판매비와관리비	3,727	3,755	3,822	3,662
비유동자산	47,556	55,706	58,698	61,270	연구개발비	417	-	-	-
유형자산	35,843	42,996	45,046	46,615	기타영업수익	617	-	-	-
무형자산	2,302	2,068	1,862	1,680	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	80,836	84,928	92,347	101,331	영업이익	1,904	1,462	3,885	5,620
유동부채	29,399	32,470	36,579	41,036	증가율(%)	-51.4	-23.2	165.7	44.7
매입채무	8,534	8,484	8,570	8,492	영업이익률(%)	2.5	1.9	5.0	7.3
단기차입금	8,185	8,885	9,685	10,385	이자수익	395	273	400	597
유동성장기부채	3,435	3,439	3,580	3,485	이자비용	1,144	1,198	1,290	1,369
비유동부채	21,416	22,166	23,666	25,166	지분법이익(손실)	133	191	109	144
사채	10,004	10,254	10,754	11,254	기타영업외손익	-170	-35	-106	-95
장기차입금	7,711	8,211	9,211	10,211	세전계속사업이익	932	305	2,648	4,529
부채총계	50,816	54,637	60,245	66,202	법인세비용	377	108	937	1,603
지배주주지분	22,203	22,369	23,258	24,709	세전계속이익률(%)	1.2	0.4	3.4	5.9
자본금	510	485	485	485	당기순이익	555	197	1,711	2,927
자본잉여금	10,396	10,396	10,396	10,396	순이익률(%)	0.7	0.3	2.2	3.8
이익잉여금	11,253	11,344	12,134	13,485	지배주주귀속 순이익	256	91	790	1,351
기타자본항목	45	144	243	343	기타포괄이익	99	99	99	99
비지배주주지분	7,817	7,923	8,844	10,419	총포괄이익	654	296	1,810	3,026
자본총계	30,020	30,292	32,102	35,128	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	5,368	3,262	6,095	8,263	주당지표 (원)				
당기순이익	555	197	1,711	2,927	EPS	2,624	932	8,147	13,935
유형자산감가상각비	1,821	2,047	2,401	2,381	BPS	217,879	230,642	239,814	254,774
무형자산감각비	209	234	206	182	CFPS	23,409	24,286	35,028	40,358
지분법관련손실(이익)	133	191	109	144	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-11,244	-10,056	-5,327	-4,827	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-11,217	-9,200	-4,450	-3,950	PER	53.5	115.1	13.2	7.7
무형자산의 처분(취득)	-218	-	-	-	PBR	0.6	0.5	0.4	0.4
금융상품의 증감	-1,134	-1,040	-1,040	-1,040	PCR	6.0	4.4	3.1	2.7
재무활동 현금흐름	9,490	6,632	7,644	7,308	EV/EBITDA	7.7	8.5	4.6	3.1
단기금융부채의증감	610	703	941	605	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,854	750	1,500	1,500	ROE	1.2	0.4	3.5	5.6
자본의증감	1,137	-25	-	-	EBITDA0이익률	5.1	4.9	8.4	10.6
배당금지급	-79	-79	-79	-79	부채비율	169.3	180.4	187.7	188.5
현금및현금성자산의증감	3,595	-4,308	4,220	6,575	순부채비율	53.0	71.6	62.0	43.9
기초현금및현금성자산	9,479	13,074	8,766	12,987	매출채권회전율(x)	9.5	9.5	9.5	9.5
기말현금및현금성자산	13,074	8,766	12,987	19,562	재고자산회전율(x)	6.7	6.8	6.8	6.7

자료 : SK이노베이션, 하이투자증권 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 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%