

SK이노베이션 (096770)

오롯이 전통 에너지 덕분에 이룬 호실적

목표주가 16만원 하향, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가를 20만원에서 16만원으로 하향한다. 예상보다 수익성 개선이 더딘 SK-On 24년 실적 추정을 변경함에 따른 것이다. SOTP 밸류에이션으로 산출한 시가총액은 15.8조원인데, 사업부별로 정유 13.5조원, 화학 5.3조원, 윤활유 5.4조원, SK-On 2.5조원 등으로 각각 추정했으며 24년 말 순차입금은 22.5조원으로 반영했다.

24년 SK-on 영업손실은 AMPC 포함 당초 예상치인 -4,100억원에서 -6,871억원으로 확대 예상한다. 그러나 본업인 정유/윤활유 업황은 여전히 견고하고, 유가 강세로 E&P 부문도 올해 알짜 캐쉬카우 역할을 해줄 것이라는 점을 고려했을 때 SOTP 밸류에이션 기준 현 주가는 절대적 저평가 구간이라 판단돼 투자의견 매수는 유지한다.

1Q24 Review: 영업이익 6,247억원(컨센서스 3,968억원 대비 +57.4%)

1분기 영업이익은 6,247억원(+760%QoQ)으로 컨센서스 3,968억원 대비 +57.4% 상회하는 호실적이었다. SK-On 영업적자 규모가 예상보다 훨씬 더 컸음에도 불구하고, 유가 강세로 정유/윤활유/E&P 등 전통 에너지 부문이 호실적을 달성한 영향이다.

정유 부문은 유가 및 정제마진 강세 영향으로 5,911억원의 QoQ 흑자전환하였다. 최근 나이지리아 Dangote 등 신규 정제설비 물량 유입과 동절기 종료에 따른 중간유분 수요 둔화로 정제마진 조정세가 두드러지고 있다. 이에 2분기 정유부문 실적 눈높이는 크게 상향되기 어렵겠지만, 연간 약 1.7조원 내외의 안정적인 이익 창출력은 유지해갈 것으로 기대된다. **화학** 부문은 NCC 정기보수 종료로 인한 물량 증가, 벤젠 스프레드 개선 등에 기인해 전 분기 BEP 그쳤던 영업이익은 1,245억원으로 큰 폭 증가했고, **윤활유**는 기유 마진 축소에도 판매량이 늘며 전 분기와 유사한 2,204억원 기록했다. 무엇보다 최근 **E&P** 부문이 전통 에너지 사업 중에서도 알짜 캐쉬카우 역할을 해주고 있는데, 1분기는 유가 강세 지속에 따른 판가 상승 및 중국 17-03 광구 생산 본격화로 판매량도 +7.0% 증가하며 영업이익은 1,544억원(+44.2%)으로 대폭 증가하였다.

한편, **SK-On** 손익은 -3,315억원(AMPC 제외하면 -3,700억원)으로 전 분기 -186억원 대비 적자가 대폭 확대되었다. 특히 메탈가 약세로 판매가격이 하락했을 뿐만 아니라, EV 수요 둔화에 따른 고객사들의 재고 조정으로 동사 출하량 역시 감소하며 매출액은 1조 6,836억원(-38.2%QoQ) 기록했는데, 이는 22년 2분기 이후 가장 낮은 수준이다.

SK-On 수익성 악화에도, 전통에너지 호조 감안하면 저평가 구간

24년 SK-On 이익 체력에 대해서 보수적으로 접근할 필요가 있다. 23년 4분기 이후 고객사 재고 조정이 반년 동안 지속되어 왔고, 메탈 가격도 점차 안정화되고 있는 만큼 2분기부터 재고 축적은 점진적으로 재개되겠다. 그러나 고금리 환경 지속 및 내연기관 대비 열위인 EV 가격 경쟁력 등으로 글로벌 수요는 당초 시장 기대치보다 하향 조정이 불가피하다. 특히 동사는 2~3분기 헝가리 #3공장과 중국 연청공장 가동 예정돼 있어, 생산수율 안정화 전까지의 초기 저조한 가동률과 고정비 부담을 피할 수 없다. 이에 24년 매출액은 10.7조원으로 23년 12.9조원 대비 축소 예상되고, 영업손익도 AMPC 감안하더라도 -6,871억원으로 23년 -5,809억원 대비 적자 확대를 예상한다.

다만, 현 주가는 SK-On 실적 부진과 재무구조 악화 우려를 반영하며 역사적 하단에 근접했고, 전통 에너지 호조를 감안하면 정유부문의 국내 경쟁사 대비 저평가 구간임은 분명하다. 하반기 무게 중심을 놓고 긴 호흡으로의 매수 전략을 유지한다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	160,000원(하향)
증가(2024.04.29)	112,700원
상승여력	42.0%

Stock Indicator	
자본금	510십억원
발행주식수	9,574만주
시가총액	10,789십억원
외국인지분율	22.8%
52주 주가	103,800~216,000원
60일평균거래량	416,921주
60일평균거래대금	49.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	-6.3	-9.3	-33.5
상대수익률	-0.7	-13.8	-26.0	-40.9

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	77,288	77,931	81,163	80,292
영업이익(십억원)	1,904	2,698	4,528	6,030
순이익(십억원)	256	466	989	1,483
EPS(원)	2,624	4,768	10,196	15,292
BPS(원)	217,879	234,505	245,727	262,044
PER(배)	53.5	22.4	10.5	7.0
PBR(배)	0.6	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	1.2	2.1	4.2	6.0
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	11.8	6.3	4.1	2.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

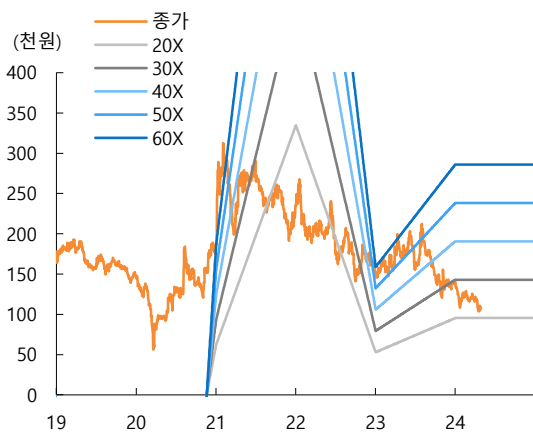
전유진 2122-9193 yujinjn@hi-ib.com

표1. SK 이노베이션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(단위: 십억원)	2024년 기준 EBITDA	적용 EV/EBITDA (x)	EV	참고내용
사업가치 합계			32,946	(A) = (a)+(b)+(c)+(d)+(e)+(f)
정유	2,252	6.0	13,512	(a) 글로벌 정유업체 2024년 기준 EV/EBITDA 평균
화학	853	6.2	5,287	(b) 롯데케미칼, 대한유화 2024년 기준 EV/EBITDA 평균
윤활유	901	6.0	5,407	(c) 글로벌 정유업체 2024년 기준 EV/EBITDA 평균
배터리(SK-ON)	580	5.3	2,499	(d) 글로벌 배터리 업체 2024년 기준 EV/EBITDA 대비 30% 할인
소재(SKIET)	393	7.5	1,885	(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
투자자산가치		7,918	5,542	(B): 2024년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			22,563	(C): 2024년 당사 예상치 기준
우선주 시가총액			98.5	(D): 2024년 4월 29일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			15,827	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주식 수			100,655,564	(F)
적정주가 (원)			157,234	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			160,000	
현재주가 (원)			112,700	2024년 4월 29일 종가 기준
상승여력(%)			42.0%	

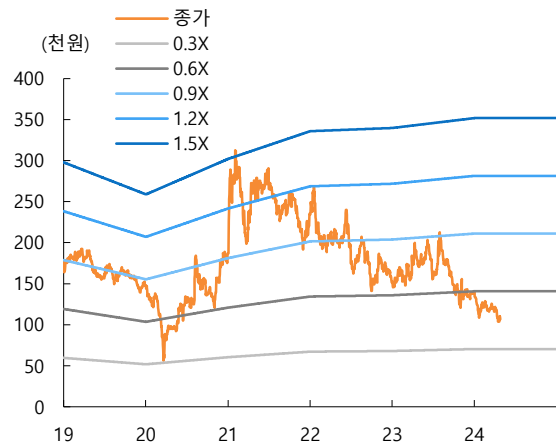
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. SK 이노베이션 12M Forward 기준 PER 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. SK 이노베이션 12M Forward 기준 PBR 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

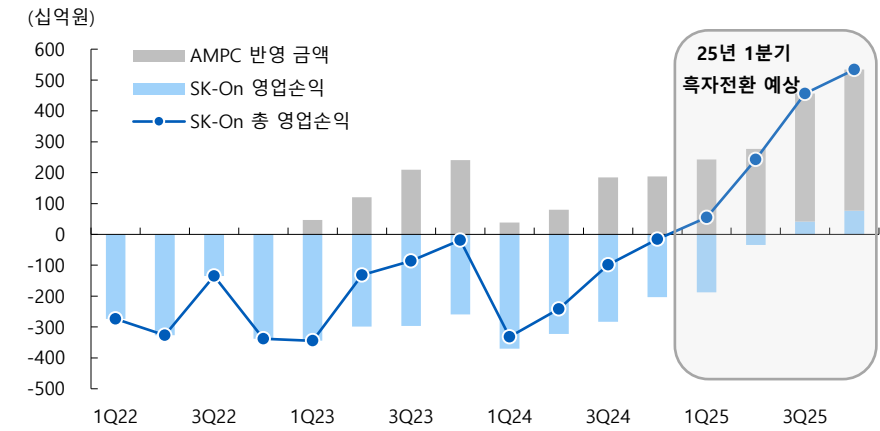
표2. SK 이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
합계											
매출액	19,143	18,727	19,889	19,529	18,855	19,347	19,438	20,290	78,057	77,288	77,931
영업이익	375	-274	1,353	73	625	590	678	805	3,917	1,527	2,698
영업이익률	2.0%	-1.5%	6.8%	0.4%	3.3%	3.1%	3.5%	4.0%	5.0%	2.0%	3.5%
석유											
매출액	11,607	10,743	12,323	12,878	12,855	12,744	12,308	12,361	52,582	47,551	50,267
영업이익	275	-411	1,113	-165	591	394	320	412	3,391	811	1,717
영업이익률	2.4%	-3.8%	9.0%	-1.3%	4.6%	3.1%	2.6%	3.3%	6.4%	1.7%	3.4%
화학											
매출액	2,535	2,857	2,900	2,452	2,759	2,848	2,764	2,451	11,027	10,744	10,822
영업이익	109	170	237	0	125	136	157	146	127	517	563
영업이익률	4.3%	6.0%	8.2%	0.0%	4.5%	4.8%	5.7%	5.9%	1.2%	4.8%	5.2%
윤활유											
매출액	1,302	1,110	1,187	1,094	1,137	1,150	1,072	970	4,982	4,693	4,329
영업이익	259	260	262	217	220	220	199	180	1,071	998	819
영업이익률	19.9%	23.4%	22.1%	19.8%	19.4%	19.1%	18.6%	18.6%	21.5%	21.3%	18.9%
SK-On (AMPC 반영)											
매출액	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	2,147	2,832	4,055	7,618	12,897	10,717
영업이익	-345	-132	-86	-19	-332	-242	-99	-15	-1,073	-581	-687
영업이익률	-10.4%	-3.6%	-2.7%	-0.7%	-19.7%	-11.3%	-3.5%	-0.4%	-14.1%	-4.5%	-6.4%
SK-On(AMPC 제외 시)											
매출액	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	2,147	2,832	4,055		12,897	10,717
영업이익	-392	-251	-296	-259	-370	-322	-283	-203		-1,198	-1,178
영업이익률	-11.9%	-6.8%	-9.3%	-9.5%	-22.0%	-15.0%	-10.0%	-5.0%		-9.3%	-11.0%
AMPC 추정											
판매량(GW)	0.8	2.0	3.6	4.1	0.6	1.3	3.1	3.2		10.5	8.2
AMPC 반영	47.2	119.8	209.9	240.1	38.5	80.2	184.7	187.4		617.0	490.8
LiBS & 기타											
매출액	393	321	307	382	420	458	463	454	1,849	1,404	1,796
영업이익	77	-161	-172	39	20	82	100	82	401	-217	285
영업이익률	19.5%	-50.2%	-55.9%	10.2%	4.8%	18.0%	21.7%	18.1%	21.7%	-15.5%	15.9%

자료: 하이투자증권 리서치본부

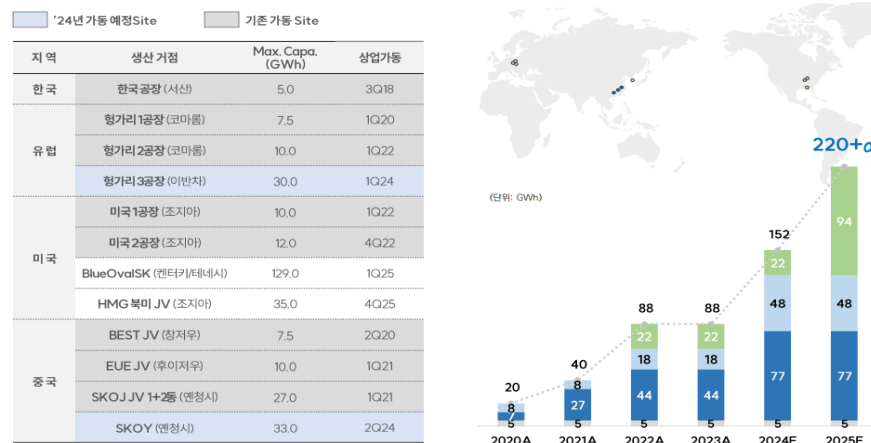
주: 동사 LiBS 부문 이익은 내부거래로 인해 SKIET 실적과 상이하며, 당사 추정치에 기반한 매출액에 E&P, Staff 비용 등 기타부문과 합산 반영

그림3. SK-On 분기별 영업이익 추이 및 전망



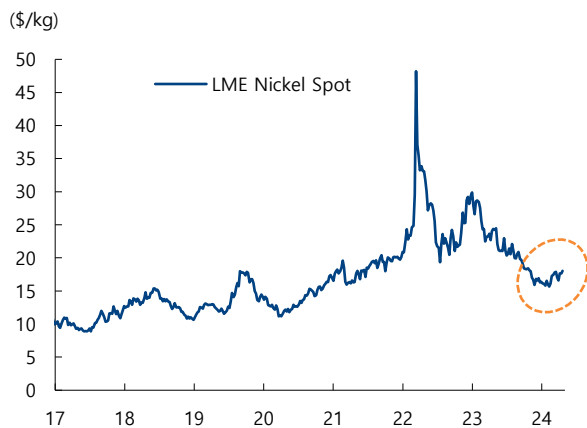
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림4. SK-On 연도별 생산설비 규모 예상 추이



자료: SK이노베이션, 하이투자증권 리서치본부

그림5. LME 니켈 가격 추이



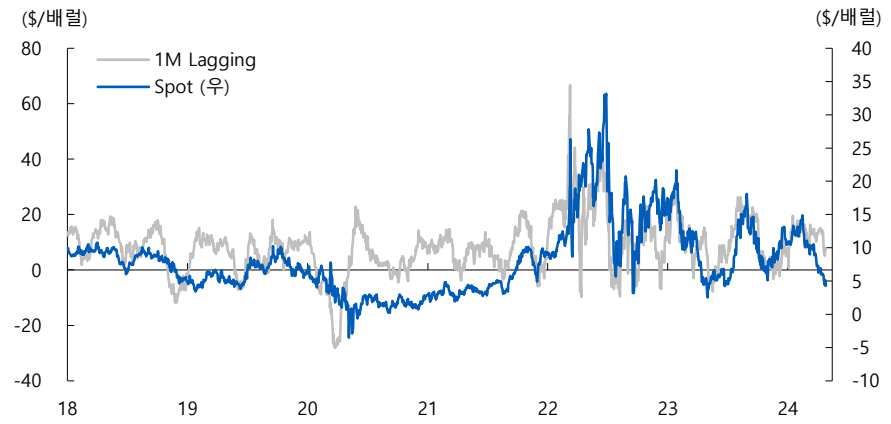
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 중국 수산화리튬 스팟 가격 추이



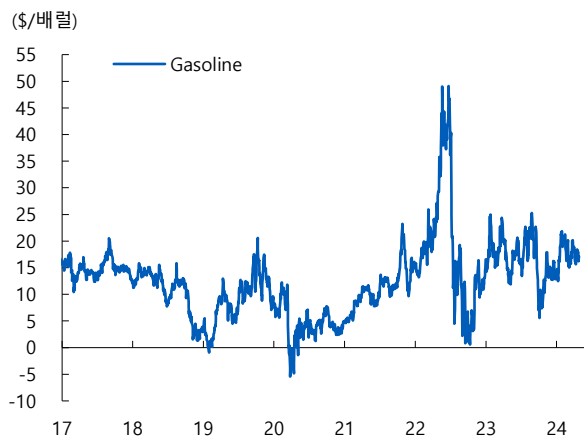
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 복합정제마진 추이



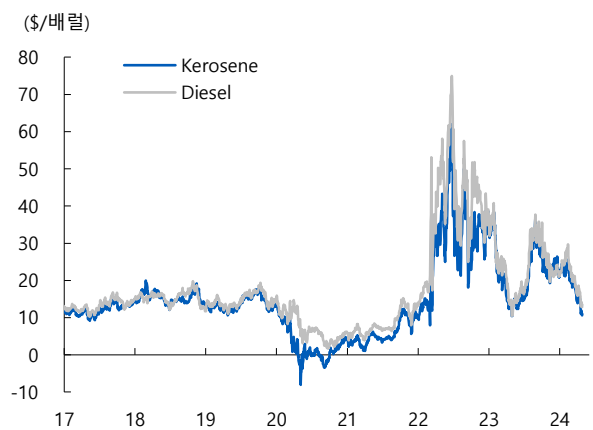
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 휘발유 스프레드 추이



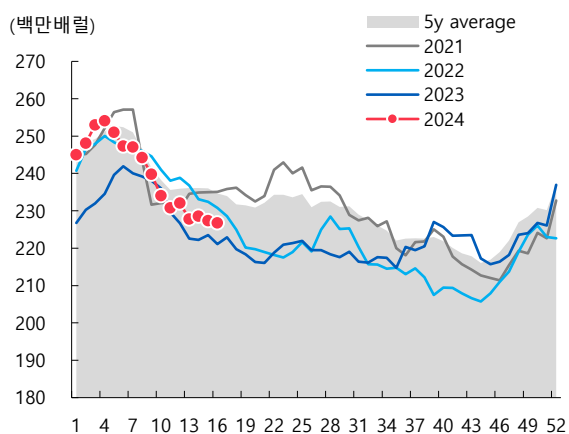
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 중간유분 스프레드 추이



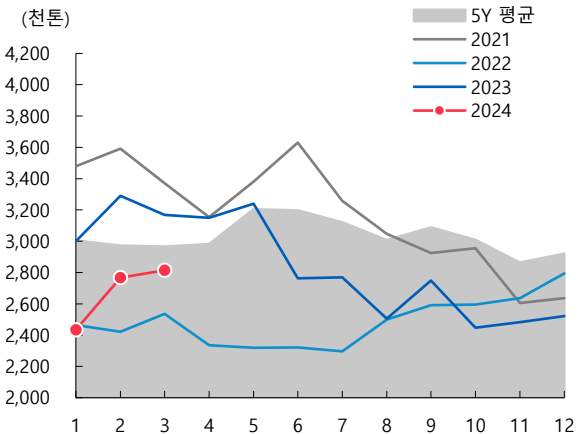
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림10. 미국 경질유분 재고



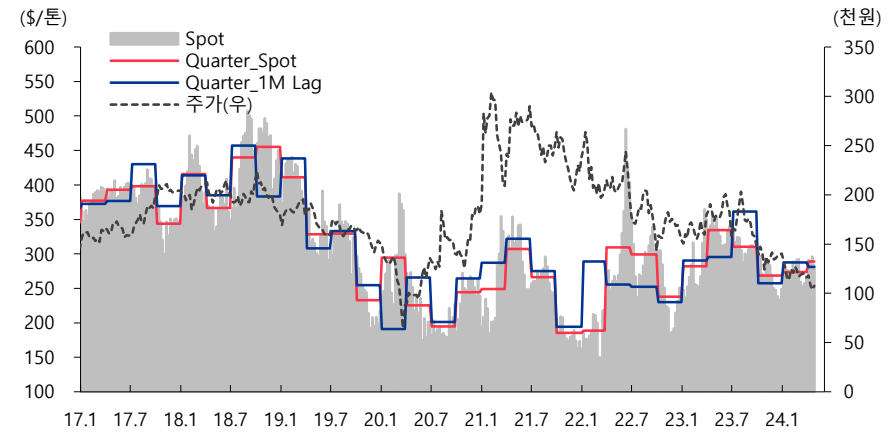
자료: OPEC, 하이투자증권 리서치본부

그림11. 유럽 등/경유 재고 추이



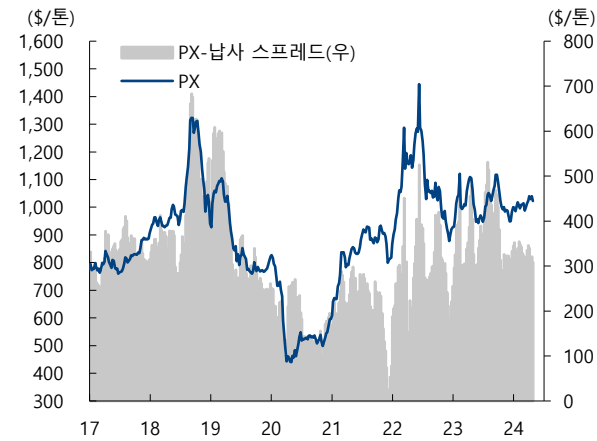
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림12. SK 이노베이션 화학부문 가중평균 스프레드 추이



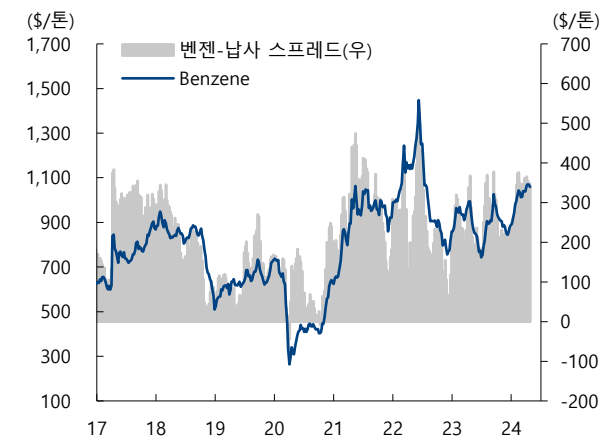
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림13. PX 가격 및 스프레드 추이



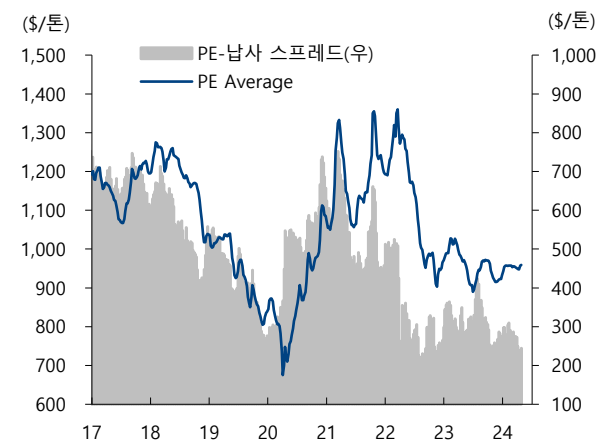
자료: 시스کم, 하이투자증권 리서치본부

그림14. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



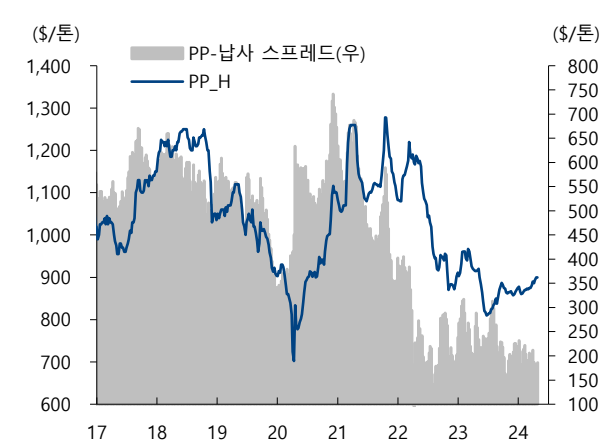
자료: 시스کم, 하이투자증권 리서치본부

그림15. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스کم, 하이투자증권 리서치본부

그림16. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스کم, 하이투자증권 리서치본부

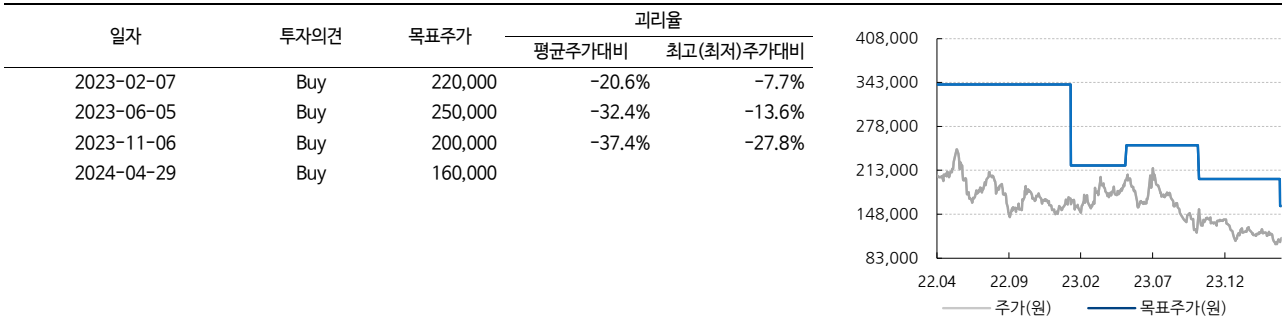
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	33,280	30,154	35,282	41,960	매출액	77,288	77,931	81,163	80,292
현금 및 현금성자산	13,074	9,425	13,732	20,616	증가율(%)	-1.0	0.8	4.1	-1.1
단기금융자산	349	332	335	338	매출원가	72,274	71,424	72,638	70,440
매출채권	8,042	8,206	8,537	8,448	매출총이익	5,014	6,507	8,524	9,853
재고자산	11,123	11,527	12,005	11,876	판매비와관리비	3,727	3,809	3,996	3,823
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	85,860	93,981	103,230	영업이익	1,904	2,698	4,528	6,030
유동부채	29,399	32,591	36,970	41,409	증가율(%)	-51.4	41.7	67.8	33.2
매입채무	8,534	8,605	8,962	8,866	영업이익률(%)	2.5	3.5	5.6	7.5
단기차입금	8,185	8,885	9,685	10,385	이자수익	395	293	422	629
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	1,561	3,314	4,971
부채총계	50,816	54,757	60,637	66,575	법인세비용	377	552	1,173	1,759
자배주주지분	22,203	22,743	23,832	25,414	세전계속이익률(%)	1.2	2.0	4.1	6.2
자본금	510	485	485	485	당기순이익	555	1,008	2,141	3,212
자본잉여금	10,396	10,396	10,396	10,396	순이익률(%)	0.7	1.3	2.6	4.0
이익잉여금	11,253	11,718	12,707	14,190	자배주주귀속 순이익	256	466	989	1,483
기타자본항목	45	144	243	343	기타포괄이익	99	99	99	99
비자배주주지분	7,817	8,360	9,512	11,241	총포괄이익	654	1,108	2,241	3,311
자본총계	30,020	31,103	33,344	36,655	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	5,368	3,921	6,182	8,571	주당지표 (원)				
당기순이익	555	1,008	2,141	3,212	EPS	2,624	4,768	10,196	15,292
유형자산감가상각비	1,821	2,047	2,401	2,381	BPS	217,879	234,505	245,727	262,044
무형자산감각비	209	234	206	182	CFPS	23,409	28,123	37,078	41,715
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	22.4	10.5	7.0
무형자산의 처분(취득)	-218	-	-	-	PBR	0.6	0.5	0.4	0.4
금융상품의 증감	-1,134	-1,040	-1,040	-1,040	PCR	5.9	3.8	2.9	2.6
재무활동 현금흐름	9,490	6,632	7,644	7,308	EV/EBITDA	11.8	6.3	4.1	2.9
단기금융부채의증감	610	703	941	605	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,854	750	1,500	1,500	ROE	1.2	2.1	4.2	6.0
자본의증감	1,137	-25	-	-	EBITDA0이익률	5.1	6.4	8.8	10.7
배당금지급	-79	-79	-79	-79	부채비율	169.3	176.0	181.9	181.6
현금및현금성자산의증감	3,595	-3,649	4,307	6,884	순부채비율	53.0	67.6	57.5	39.2
기초현금및현금성자산	9,479	13,074	9,425	13,732	매출채권회전율(x)	9.5	9.6	9.7	9.5
기말현금및현금성자산	13,074	9,425	13,732	20,616	재고자산회전율(x)	6.7	6.9	6.9	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 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-