

SK 이노베이션

(096770)

배터리 적자 확대

투자의견

BUY(유지)

목표주가

160,000 원(하향)

현재주가

107,200 원(8/1)

시가총액

10,263(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

- 실적 수정 반영해 목표주가 160,000원(PBR 0.8배)으로 20% 하향, 투자의견 BUY 유지. 2Q24 전사 매출액 19조 원(-0%qoq, +0%yoy), 영업손실 458억원(적전qoq, 적지yoy), 당기순손실 6,397억원(적지qoq, 적지yoy)으로 부진한 실적. 특히, 배터리 사업은 매출액 1.6조원, 영업손실 4,601억원(OPM -30%)을 기록하며 적자 확대. 글로벌 CAPA 라인 전환이 진행되며 전사 설비이용률 하락(-25%p로 추정)이 지속된 것으로 추정. 2Q ASP(평균 판가)는 87달러/kWh, Unit cost는 113달러/kWh로 추정하며, AMPC는 1,119억원으로 증가(1Q 385억원)
- 3Q24 전사 매출액 19조원(+2%qoq, -3%yoy), 영업이익 2,984억원(흑전qoq, -80%yoy), SK On 매출액 1.9조원(+21%qoq, -41%yoy), 영업손실 2,851억원(적지qoq, 적전yoy) 전망. 배터리 흑자 전환은 장기간 어렵다고 판단하지만, SK E&S와 합병을 통한 재무구조 개선, 신용등급 보완을 통한 금융비용 안정화, 에너지 종합 기업으로의 변화 기대감은 여전히 유효. SK E&S와 합병 시 사업 전략 및 시너지 효과에 대한 시각을 차후 업데이트 예정

주가(원,8/1)	107,200
시가총액(십억원)	10,263

발행주식수	95,736천주
52주 최고가	212,000원
최저가	99,600원
52주 일간 Beta	1.52
60일 일평균거래대금	852억원
외국인 지분율	21.6%
배당수익률(2024F)	0.0%

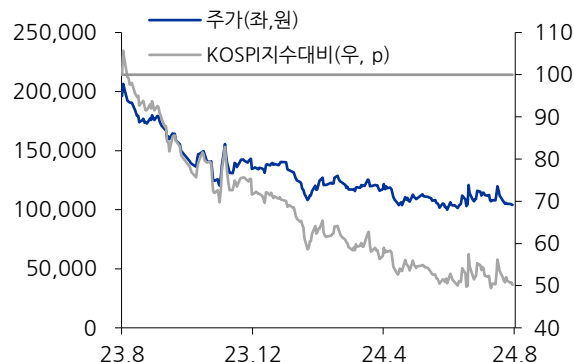
주주구성	
SK (외 11인)	36.3%
국민연금공단 (외 1인)	6.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-6.1	-20.8	-51.6
절대기준	-7.0	-11.6	-47.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	160,000	200,000	▼
영업이익(24)	1,455	2,473	▼
영업이익(25)	1,532	3,232	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	77,288	76,685	80,969	85,342
영업이익	1,287	1,455	1,532	2,484
세전손익	932	-32	-111	621
당기순이익	555	-193	-76	425
EPS(원)	2,546	-876	-493	2,607
증감률(%)	-84.6	적전	-	흑전
PER(배)	55.1	-	-	41.1
ROE(%)	1.2	-0.4	-0.2	1.3
PBR(배)	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	9.6	8.6	9.2	7.9

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 합병 논의 시 가치평가 방법

- 비율산정에 있어 상장사는 시가 적용 원칙
- 시가가 장부가에 미달하는 경우 예외적으로 장부가 적용이 가능하나 다양한 이해관계자의 입장을 고려해 시가 적용이 최선의 선택이라 판단

Q. SK E&S RCPS 협의 진행상황

- 작일 현물상환대상자산인 도시가스사업 7개 자회사를 관리하는 신설법인 설립방안 승인
- 추가로 RCPS 현금상환할 경우 보장수익률은 7.5에서 9.9%로 상향하는 방안을 승인 공시
- RCPS 최초 발행 시 취지를 고려한 것으로, 보장수익률 현금상환하는것을 염두에 둔 의사결정은 아님
- 최종 만기시점에 현금상환을 결정하지 않는 한 보장수익률의 상향이 당사 주주가치에 미치는 영향은 없을 것
- 최종의사결정이 마무리되는 대로 공시 예정

Q. 합병 신용등급 영향

- 재무구조의 개선도 합병 목적에 포함
- 사업규모/포트폴리오 확장과 안정적 현금흐름이 더해지며 중장기적으로는 신용등급에 긍정적 영향을 전망
- 현재 S&P CreditWatch Positive로 향후 신용등급 상향 가능성 존재

Q. 액침냉각 Update

- 열관리사업을 신사업영역으로 선정하여 액침냉각 상업화 지속 추진 중
- application 별 개화시기 상이할 전망
- 단기적으로는 데이터센터, 장기적으로는 EV, ESS에 적용 목표
- 본격적 시장 개화에 맞춰 application 별 기술개발 및 검인증 중점 추진 중
- 데이터센터는 유베이스 기유를 기반으로 고인화점 제품 개발 중이며, 국내 시스템개발사와 레퍼런스확보 및 솔루션패키지 형태의 공급 검토 중
- EV배터리는 SK 온과 열폭주/화재방지 등 기술 개발/모듈 설계 분야에서 협업 시너지 창출 중
- ESS는 불연성, 비전도성 컴포넌트 및 장치들에 대한 액침수요 발굴 추진 중
- (7/17~) 인지도 제고 위한 신규 브랜드 광고 시행 중

Q. 배터리 지역별 가동률/가동계획

- 1~2Q 가동률 하락. 2H24부터 점진 회복 예상
- 권역별 효율적 라인운영계획(저율가동, 노후설비개조 포함)으로 유연하게 대응 중
- 2H23 부터 전 공장 수율은 우상향하여 1Q~2Q24 에는 모든 법인 수율이 계획을 상회하는 높은 수준 기록 중
- 현재는 전 공장이 수율 안정화 단계에 진입했다고 판단하며 고수율 유지 전망
- 헝가리 이반차 신공장은 2Q 중 일부라인 SOP 시작해 생산 확대 중으로, 인력 조기채용해 인근 코마롬 공장에서 트레이닝 중
- 중국 옌청 2 공장은 하반기 물량추이 모니터링하며 SOP 일정 조정 계획

Q. SK온 북미 라인전환 진행상황, 신규고객 수주가능성

- SKBA 일부 라인전환 작업 진행 중이나 개별 공장의 변동상황은 고객과의 관계를 고려하여 구체적인 언급 어려움
- 라인전환 작업은 글로벌 라인운영 방침의 일환
- 향후 1~2년 내 예정된 모델은 포드 트랜짓 커스텀, EV9, 아이오닉 대형 SUV 등
- 다수의 글로벌 OEM과 공급계약 논의 중

Q. 정유 제품별 마진 및 전망

- 휘발유

- 드라이빙시즌 진입 후 미국 정유사 월평균 가동률이 94% 수준까지 상승했으나, 전년비 수요가 1.5만 b/d 감소하는 등 시장 기대치를 하회하며 고위재고가 지속되어 약세
- 7월 들어 수요는 전년 수준을 초과하며 연중 최대 수요 경신 중
- 미국 재고도 2~3주 연속 하락하며 하반기에는 시황 반등 기대

- 항공/등경유/병커

- 3Q 이동수요 성수기 진입으로 항공유 시황개선 전망
- 역내 정유소 run cut 확대로 공급량 감소
- 싱가포르 미들제품 재고 크게 감소하며 시황이 휘발유 대비 지지받는 상황

Q. EV 시장 둔화 대응전략

- 대부분 기관의 장기전망치는 여전히 긍정적이며, 이는 결국 전동화가 확대될 것이란 방증
- 중장기적 성장모멘텀은 여전히 유효하므로 캐즘을 경쟁력 강화의 기회로 활용할 예정
- 운영효율성 개선 및 비용발생항목 재검토 추진 중
- 폼팩터/케미스트리 확장 가속화 중
- 수요 증가 중인 하이브리드에 대응 중
- 고객/협업 포트폴리오 확장 계획

Q. 포드 전략 변경 영향

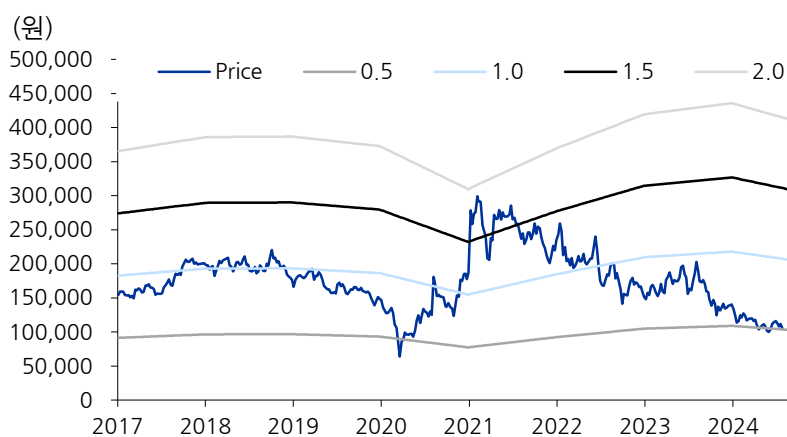
- 하이브리드 라인업 강화 등 내용 인지 중
- 다만 당사 집중 모델의 경우 롱레인지 퍼포먼스에서 우위를 점하고 있으며, 특히 F150은 보조금 대당 7,500달러를 모두 수취 가능한 아이코닉 모델로, 판촉 강화에 힘입어 전년비 판매 성장 지속 중
- 트랜짓 모델의 경우 corporate fleet으로 많이 활용되어 개별 소비자 시장과는 흐름 상이. 향후 보다 안정적 수요 있을 것
- 포드 수요 모니터링 중으로, JV 증설을 포함해 유연하게 대응 계획

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	81,685	82,158	76,685	80,969	(6.1)	(1.4)
영업이익	2,473	3,232	1,455	1,532	(41.1)	(52.6)
영업이익률(%)	3.0	3.9	1.9	1.9	(1.1)	(2.0)
EBITDA	5,384	6,576	4,334	4,837	(19.5)	(26.4)
EBITDA 이익률(%)	6.6	8.0	5.7	6.0	(0.9)	(2.0)
순이익	566	1,097	-193	-76	적전	적전

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 1. SK 이노베이션 실적 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
매출액	19,143	18,727	19,889	19,529	18,855	18,799	19,239	19,791	77,288	76,685	80,969
에너지	11,607	10,743	12,323	12,878	12,855	13,164	13,225	13,283	47,551	52,526	49,896
화학	2,535	2,857	2,900	2,452	2,759	2,594	2,606	2,617	10,744	10,576	10,365
윤활유	1,302	1,110	1,187	1,094	1,137	1,063	1,099	1,086	4,693	4,385	4,383
분리막	42	52	48	50	32	44	45	53	193	173	251
배터리	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	1,554	1,876	2,356	12,897	7,468	14,875
영업이익	375	(107)	1,563	73	625	(46)	298	578	1,904	1,455	1,532
에너지	275	(411)	1,113	(165)	591	144	312	462	811	1,510	2,985
화학	109	170	237	0	125	99	98	106	517	428	468
윤활유	259	260	262	217	220	152	146	150	998	669	836
분리막	(4)	(0)	4	12	(64)	(70)	(63)	(77)	11	(275)	(992)
배터리	(345)	(132)	(86)	(19)	(332)	(460)	(285)	(158)	(581)	(1,234)	(2,122)
OPM(%)	2.0	(0.6)	7.9	0.4	3.3	(0.2)	1.6	2.9	2.5	1.9	1.9
에너지	2.4	(3.8)	9.0	(1.3)	4.6	1.1	2.4	3.5	1.7	2.9	6.0
화학	4.3	6.0	8.2	0.0	4.5	3.8	3.8	4.1	4.8	4.0	4.5
윤활유	19.9	23.4	22.1	19.8	19.4	14.3	13.2	13.8	21.3	15.2	19.1
분리막	(9.4)	(0.2)	7.3	23.2	(203.2)	(160.8)	(140.9)	(146.6)	5.7	(159.1)	(396.0)
배터리	(10.4)	(3.6)	(2.7)	(0.7)	(19.7)	(29.6)	(15.2)	(6.7)	(4.5)	(16.5)	(14.3)

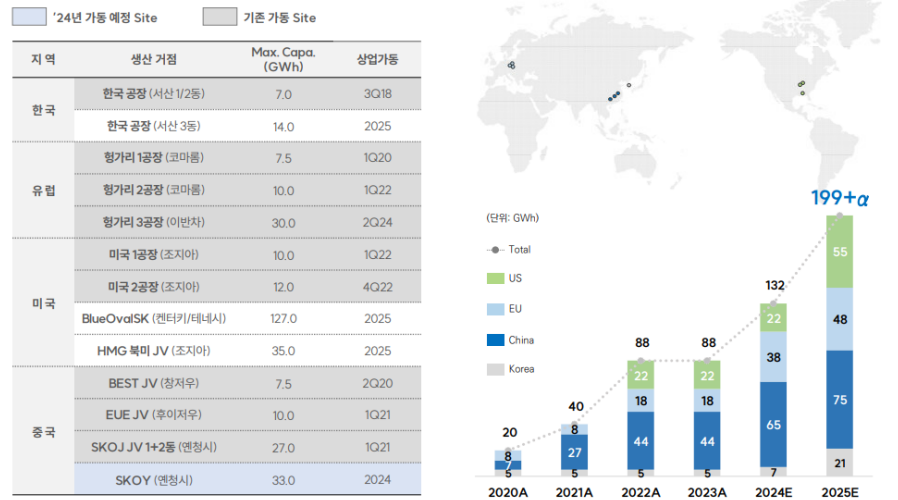
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 2. SK On 실적 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
매출액	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	1,554	1,876	2,356	12,897	7,468	14,875
영업이익	(345)	(132)	(86)	(19)	(332)	(460)	(285)	(158)	(581)	(1,234)	(2,122)
OPM(%)	-10.4	-3.6	-2.7	-0.7	-19.7	-29.6	-15.2	-6.7	-4.5	-16.5	-14.3
가정											
CAPA(GWh)	18	18	22	22	30	30	33	33	88	132	199
평균 판가(\$/kWh)	150	165	122	105	83	87	92	97	135	90	115
단위 이익(\$/kWh)	(16)	(6)	(3)	(1)	(16)	(26)	(14)	(6)	(6)	(16)	(16)
단위 비용 (\$/kWh)	166	171	125	105	99	112	106	103	142	105	131
변동비(\$/kWh)	127	130	93	75	53	43	50	58	106	50	94
고정비(\$/kWh)	39	41	33	31	46	69	56	45	36	55	37

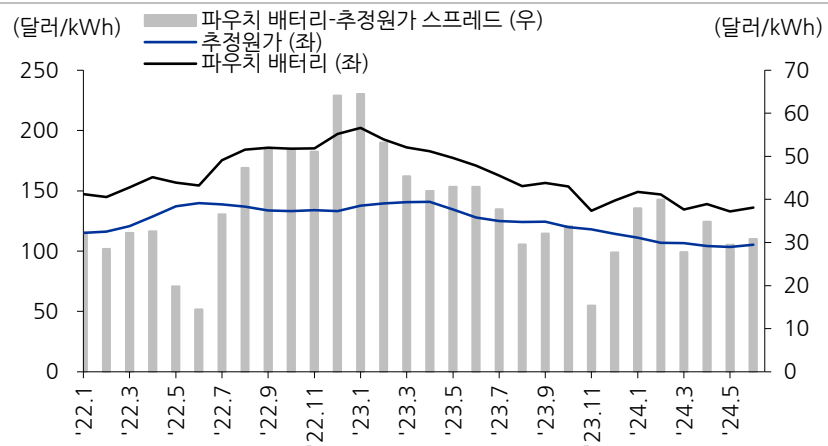
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 3. 배터리 생산능력



자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 4. 파우치 배터리 가중평균 스프레드



자료: KITA, 유진투자증권

SK이노베이션(096770.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	67,219	80,836	80,948	86,029	90,598
유동자산	31,967	33,280	27,594	25,829	27,461
현금성자산	11,159	13,522	7,482	4,639	5,171
매출채권	8,095	7,819	7,895	8,336	8,786
재고자산	11,858	11,123	11,400	12,037	12,687
비유동자산	35,252	47,556	53,354	60,200	63,137
투자자산	8,064	9,410	9,388	9,549	9,714
유형자산	25,111	35,843	41,633	48,280	51,012
기타	2,078	2,302	2,334	2,370	2,411
부채총계	43,977	50,816	52,772	57,902	62,209
유동부채	27,557	29,399	27,821	28,700	29,598
매입채무	14,411	17,320	15,741	16,621	17,518
유동성이자부채	12,434	11,637	11,637	11,637	11,637
기타	712	442	442	442	442
비유동부채	16,419	21,416	24,951	29,202	32,611
비유동이자부채	14,915	19,412	22,927	27,158	30,547
기타	1,504	2,005	2,024	2,044	2,065
자본총계	23,242	30,020	28,176	28,127	28,389
지배지분	19,652	22,203	20,359	20,309	20,572
자본금	469	510	510	510	510
자본잉여금	8,198	10,396	10,396	10,396	10,396
이익잉여금	11,580	11,253	11,165	11,115	11,377
기타	(595)	45	(1,711)	(1,711)	(1,711)
비지배지분	3,591	7,817	7,817	7,817	7,817
자본총계	23,242	30,020	28,176	28,127	28,389
총차입금	27,349	31,049	34,564	38,795	42,184
순차입금	16,190	17,527	27,082	34,155	37,012

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	407	5,368	(906)	2,861	3,341
당기순이익	1,895	555	(193)	(76)	425
자산상각비	1,793	2,030	2,879	3,305	3,483
기타비현금성손익	2,074	673	(1,761)	(276)	(476)
운전자본증감	(4,270)	3,766	(1,932)	(199)	(203)
매출채권감소(증가)	(2,424)	162	(76)	(441)	(450)
재고자산감소(증가)	(4,315)	1,144	(278)	(637)	(650)
매입채무증가(감소)	(284)	(1,897)	(1,579)	880	898
기타	2,753	4,358	0	0	0
투자현금	(5,123)	(11,244)	(8,649)	(9,935)	(6,198)
단기투자자산감소	2,553	1,262	0	0	0
장기투자증권감소	(525)	(1,157)	51	54	56
설비투자	6,777	11,238	8,435	9,716	5,974
유형자산처분	67	21	0	0	0
무형자산처분	(288)	(218)	(264)	(272)	(281)
재무현금	10,507	9,490	3,515	4,231	3,389
차입금증가	9,019	3,128	3,515	4,231	3,389
자본증가	(217)	823	0	0	0
배당금지급	217	314	0	0	0
현금 증감	6,055	3,595	(6,040)	(2,843)	532
기초현금	3,424	9,479	13,074	7,035	4,192
기말현금	9,479	13,074	7,035	4,192	4,724
Gross Cash flow	5,762	3,258	1,027	3,060	3,544
Gross Investment	11,947	8,740	10,581	10,134	6,401
Free Cash Flow	(6,185)	(5,482)	(9,555)	(7,074)	(2,857)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	78,057	77,288	76,685	80,969	85,342
증가율(%)	66.6	(1.0)	(0.8)	5.6	5.4
매출원가	71,030	72,274	71,428	75,559	78,771
매출총이익	7,027	5,014	5,257	5,410	6,571
판매 및 일반관리비	3,110	3,727	3,802	3,878	4,087
기타영업손익	27	20	2	2	5
영업이익	3,917	1,287	1,455	1,532	2,484
증가율(%)	124.9	(67.1)	13.1	5.3	62.1
EBITDA	5,710	3,317	4,334	4,837	5,967
증가율(%)	75.4	(41.9)	30.7	11.6	23.3
영업외손익	(1,057)	(355)	(1,487)	(1,643)	(1,863)
이자수익	216	401	263	175	118
이자비용	646	1,144	1,880	2,060	2,229
지분법손익	4	125	51	54	56
기타영업손익	(632)	262	79	189	191
세전순이익	2,860	932	(32)	(111)	621
증가율(%)	249.5	(67.4)	적전	적지	흑전
법인세비용	965	377	161	(34)	196
당기순이익	1,895	555	(193)	(76)	425
증가율(%)	288.0	(70.7)	적전	적지	흑전
지배주주지분	1,569	256	(88)	(50)	262
증가율(%)	437.2	(83.7)	적전	적지	흑전
비지배지분	326	299	(105)	(27)	163
EPS(원)	16,554	2,546	(876)	(493)	2,607
증가율(%)	437.2	(84.6)	적전	적지	흑전
수정EPS(원)	16,554	2,546	(876)	(493)	2,607
증가율(%)	437.2	(84.6)	적전	적지	흑전

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	16,554	2,546	(876)	(493)	2,607
BPS	209,698	217,879	199,786	199,299	201,873
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	9.2	55.1	-	-	41.1
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.3	9.6	8.6	9.2	7.9
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	2.5	4.4	10.6	3.6	3.1
수익성(%)					
영업이익률	5.0	1.7	1.9	1.9	2.9
EBITDA이익률	7.3	4.3	5.7	6.0	7.0
순이익률	2.4	0.7	(0.3)	(0.1)	0.5
ROE	8.5	1.2	(0.4)	(0.2)	1.3
ROIC	8.8	2.0	2.3	2.1	3.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	69.7	58.4	96.1	121.4	130.4
유동비율	116.0	113.2	99.2	90.0	92.8
이자보상배율	6.1	1.1	0.8	0.7	1.1
활동성 (회)					
총자산회전율	1.3	1.0	0.9	1.0	1.0
매출채권회전율	11.8	9.7	9.8	10.0	10.0
재고자산회전율	7.9	6.7	6.8	6.9	6.9
매입채무회전율	6.1	4.9	4.6	5.0	5.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.06.30 기준)

