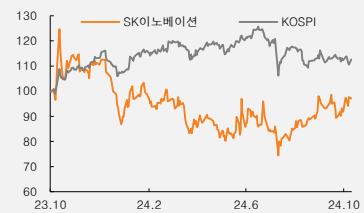


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	150,000원
현재주가(24/11/4)	121,100원
상승여력	23.9%

영업이익(24F,십억원)	3
Consensus 영업이익(24F,십억원)	311
EPS 성장률(24F,%)	적전
MKT EPS 성장률(24F,%)	73.8
P/E(24F,x)	-
MKT P/E(24F,x)	10.3
KOSPI	2,588.97
시가총액(십억원)	11,594
발행주식수(백만주)	151
유동주식비율(%)	62.1
외국인 보유비중(%)	22.4
베타(12M) 일간수익률	1.05
52주 최저가(원)	92,800
52주 최고가(원)	155,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.2	10.5	-11.7
상대주가	3.4	14.2	-19.2



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김철중

chuljoong.kim@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

SK이노베이션

Make Them Believe

목표주가 15만원과 매수 의견 유지

SK이노베이션의 목표주가 15만원과 매수 의견을 유지한다. SK E&S를 기업 가치에 5.4조원으로 포함했으나, 향후 증가할 순차입금을 25조원으로 반영해 해당 효과가 상쇄되었다. 동사 역시 IRA 보조금에 영향을 받는 기업으로, 단기적으로는 미국 대통령 선거 결과에 따라 주가 방향성이 결정될 가능성이 높다.

정치적 불확실성이 끝나고 나면, 초점은 다시 기업의 펀더멘탈과 재무구조로 돌아올 전망이다. 동사는 현금흐름 개선을 위한 E&S 편입, 기업가치 제고계획 발표 등 기업을 성장 궤도에 올려놓기 위한 적극적인 의지를 보여주고 있다. 이러한 노력들이 지속된다면 시장의 저평가가 해소될 것으로 예상된다.

3Q24 Review: 정유는 부진했으나, 배터리는 선방

동사의 3Q24 영업손익은 -4,233억원으로 컨센서스 -3,848억원을 하회했다. 컨센 하회 요인은 정유 부문의 부진(-6,166억원) 영향이 컸다. 주로 유가 하락으로 인한 재고관련손익 영향(전분기 대비 -5,887억원)이 컸으며, 마진 악화로 부정적인 영향(전분기 대비 -1,887억원)을 미쳤다. 화학 부문은 PX 스프레드가 80달러 하락해 271달러/톤을 기록하며 적자를 기록했다.

SK온은 240억원의 깜짝 흑자전환을 기록했다. 복수의 글로벌 OEM사에게 보상금 성격의 수익 3,000억원 수준을 인식한 것으로 추정한다. 이외에도 공장 초기 비용이나 높은 단가의 재고 소진한 기저 효과도 긍정적인 영향을 미쳤다.

4Q24 Preview: 흑자전환으로 가는 길

동사의 4Q24 영업손익은 -18억원으로 전분기 대비 적자폭을 크게 축소할 전망이다. 정유 부문은 +597억원을 전망한다. 재고관련손실 효과가 제거되고, 난방 시즌을 맞아 등경유 마진 상승을 전망하기 때문이다. 화학은 4분기 제품 스프레드 악화가 지속되고 있어, 실적이 회복되기는 어려울 것으로 예상된다. 다만 중국 내 PTA 신규 가동 등은 스프레드의 추가 급락 가능성은 제한적이다. SK온은 3분기 실적에서 보상금 성격의 수익은 제거되나, 신차 출시 영향으로 판매량은 늘어날 전망이다.

11월부터 동사에 편입될 SK E&S로 인해 4분기 영업이익은 본 사업에서 약 2~3천억원 수준이 더해질 전망이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	78,057	77,288	72,158	71,763	74,895
영업이익 (십억원)	3,917	1,904	3	3,721	5,323
영업이익률 (%)	5.0	2.5	0.0	5.2	7.1
순이익 (십억원)	1,569	256	-1,352	1,943	3,125
EPS (원)	16,339	2,624	-12,678	12,762	20,523
ROE (%)	8.5	1.2	-6.1	8.6	12.9
P/E (배)	9.3	53.5	-	9.5	5.9
P/B (배)	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	4.1	4.0	4.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. SK이노베이션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	전체	18,855.1	18,799.1	17,657.0	16,847.0	17,456.6	18,030.9	18,155.8	18,119.7	77,288.5	72,158.2	71,762.9
	정유	12,854.8	13,164.0	12,134.3	10,820.6	10,681.7	10,459.4	10,379.8	10,232.4	47,550.6	48,973.7	41,753.4
	화학	2,759.0	2,594.0	2,625.3	2,674.6	2,568.4	2,542.5	2,524.7	2,528.3	10,744.2	10,652.9	10,164.0
	유탄기유	1,137.3	1,062.5	1,064.9	1,216.6	1,126.8	1,098.7	1,063.9	1,047.4	4,692.8	4,481.3	4,336.8
	E&P	370.1	371.9	355.5	404.2	379.8	374.0	371.1	365.4	1,126.2	1,501.7	1,490.3
	SKON	1,683.6	1,553.5	1,430.8	1,684.8	2,653.6	3,510.0	3,770.0	3,900.0	12,897.2	6,352.7	13,833.6
	기타	50.3	53.2	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2	277.5	195.9	184.8
영업이익	전체	624.7	-45.8	-423.3	-1.8	498.8	788.6	1,141.7	1,291.4	1,903.9	153.8	3,720.5
	정유	591.1	144.2	-616.6	59.7	259.2	313.7	358.5	256.4	810.9	178.4	1,187.7
	화학	124.5	99.4	-14.4	-16.8	24.3	38.8	69.5	116.4	516.5	192.7	249.1
	유탄기유	220.4	152.4	174.4	171.4	179.5	178.9	182.6	179.7	997.8	718.6	720.7
	E&P	154.4	142.1	131.1	141.5	132.9	130.9	129.9	127.9	368.2	569.1	521.6
	SKON	-331.5	-460.1	24.0	-237.6	22.9	246.3	521.3	731.0	-580.9	-1,005.2	1,521.5
	기타	-134.2	-123.8	-121.8	-120.0	-120.0	-120.0	-120.0	-120.0	-208.6	-499.8	-480.0
세전이익		18.2	-527.6	-729.6	-258.1	227.6	509.5	866.4	1,019.4	932.2	-1,497.1	2,622.8
순이익(지배)		-72.6	-572.9	-526.6	-180.3	168.6	377.5	642.0	755.4	256.3	-1,352.4	1,943.5

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

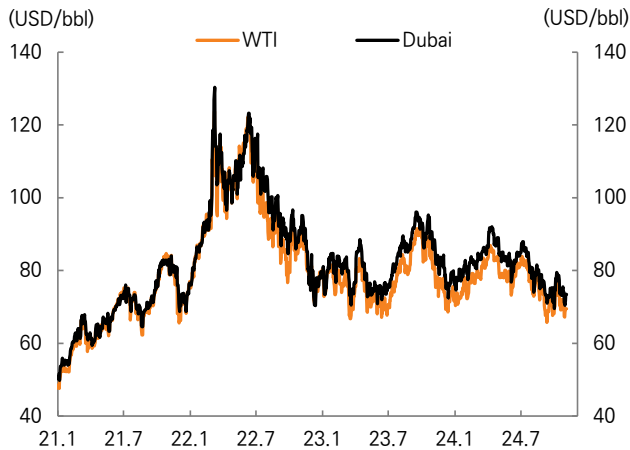
표 2. SK이노베이션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

		12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	
사업 가치	정유	947.3	5.3	5,020.6	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	화학	505.9	7.8	3,945.9	국내 화학사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	유탄유	1,329.5	5.3	7,046.3	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	E&P	1,167.5	4.0	4,670.1	미국 E&P 12MF 평균 EV/EBITDA에서 시장 할인률 30% 적용
	E&S	1,700.0	4.0	5,440.0	EBITDA 과거 3개년 평균 2조원 - 도시가스 지분 0.3조원 = 1.7조원 밸류에이션 LNG 관련 기업 25F EV/EBITDA 적용. 디스카운트 20%
	SK ON	3,071.5	11.0	13,514.4	25년 EBITDA. Target EV/EBITDA는 글로벌 배터리 평균
	계			39,637.3	
				25,000.0	3Q25 예상치
				100.6	
				14,536.7	
				95.7	
				151,842	목표주가 15만원 산출

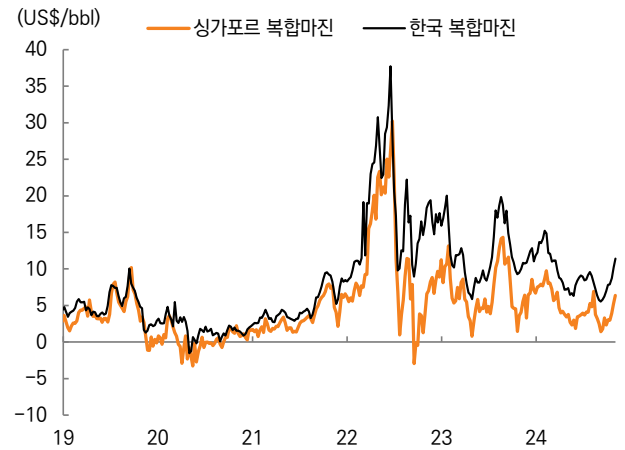
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 정제마진 추이



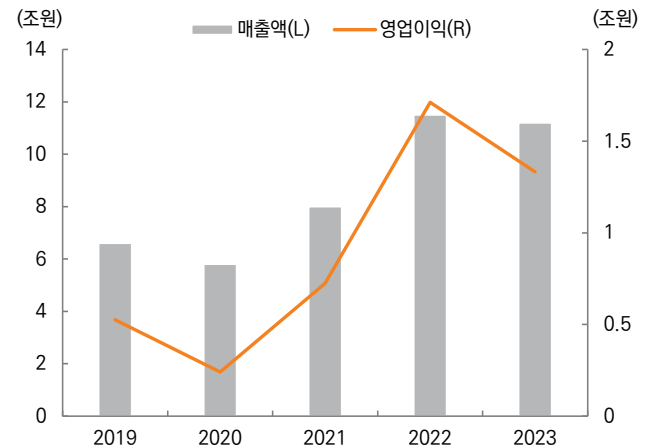
자료: 페트로넷, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. PX 스프레드 추이



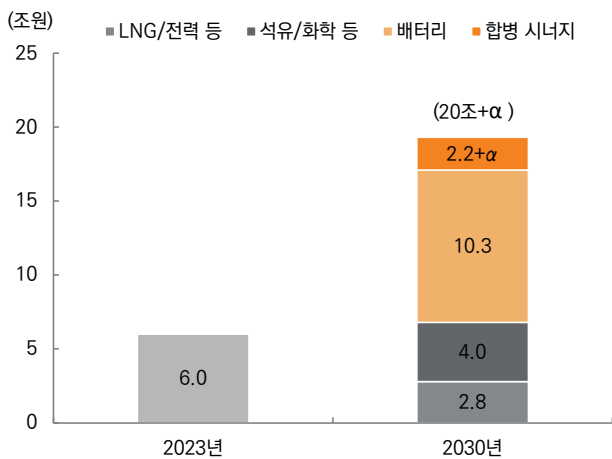
자료: Ciscchem, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. SK E&S 매출액 및 영업이익 추이



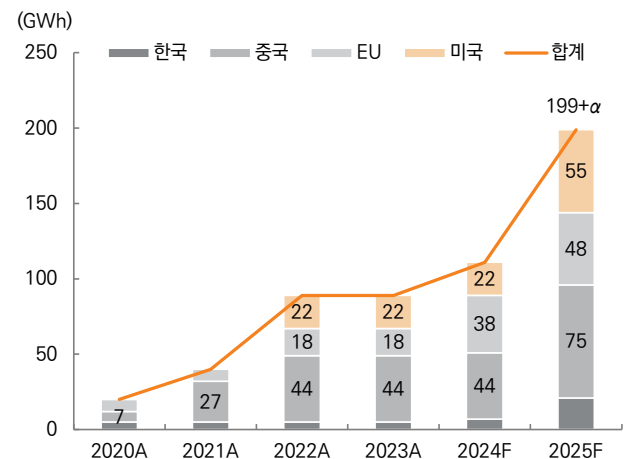
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. SK이노베이션 2030년 EBITDA 목표



자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. SKON 생산능력 증설 계획



자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	77,288	72,158	71,763	74,895
매출원가	72,274	68,455	64,343	65,872
매출총이익	5,014	3,703	7,420	9,023
판매비와관리비	3,727	3,699	3,699	3,699
조정영업이익	1,904	3	3,721	5,323
영업이익	1,904	3	3,721	5,323
비영업손익	-972	-1,651	-1,098	-1,105
금융손익	-749	-1,028	-1,192	-1,200
관계기업등 투자손익	133	-42	80	80
세전계속사업손익	932	-1,648	2,623	4,218
계속사업법인세비용	377	30	577	928
계속사업이익	555	-1,527	2,046	3,290
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	555	-1,527	2,046	3,290
지배주주	256	-1,352	1,943	3,125
비지배주주	299	-174	102	164
총포괄이익	654	44	2,046	3,290
지배주주	366	-8,135	22,146	35,613
비지배주주	288	8,178	-20,100	-32,323
EBITDA	3,317	2,471	6,589	8,411
FCF	-5,870	-8,231	-181	1,279
EBITDA 마진율 (%)	4.3	3.4	9.2	11.2
영업이익률 (%)	2.5	0.0	5.2	7.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.3	-1.9	2.7	4.2

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	5,368	1,986	4,819	6,279
당기순이익	555	-1,527	2,046	3,290
비현금수익비용가감	2,703	3,604	4,451	5,029
유형자산감가상각비	1,821	2,142	2,588	2,849
무형자산상각비	209	326	281	239
기타	673	1,136	1,582	1,941
영업활동으로인한자산및부채의변동	3,766	1,075	-15	-19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	162	1,441	-399	-495
재고자산 감소(증가)	1,144	1,435	-765	-950
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,897	-3,361	590	733
법인세납부	-842	-124	-577	-928
투자활동으로 인한 현금흐름	-11,244	-10,112	-5,045	-5,055
유형자산처분(취득)	-11,217	-10,200	-5,000	-5,000
무형자산감소(증가)	-218	-72	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1,241	94	-45	-55
기타투자활동	-1,050	66	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	9,490	3,636	-752	-821
장단기금융부채의 증가(감소)	3,700	3,515	1	-99
자본의 증가(감소)	2,239	11	0	0
배당금의 지급	-314	-277	-753	-722
기타재무활동	3,865	387	0	0
현금의 증가	3,595	-2,960	-1,291	-7
기초현금	9,479	13,074	10,114	8,823
기말현금	13,074	10,114	8,823	8,816

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

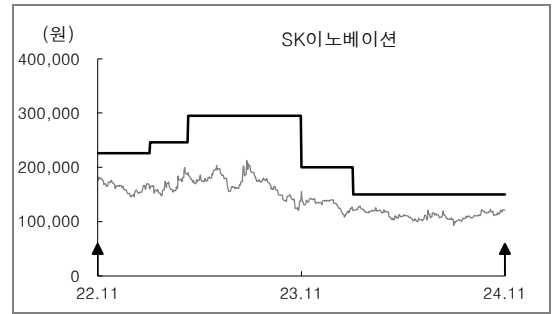
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	33,280	28,500	28,598	30,315
현금 및 현금성자산	13,074	10,114	8,823	8,816
매출채권 및 기타채권	7,601	6,980	7,507	8,162
재고자산	11,123	10,130	10,896	11,846
기타유동자산	1,482	1,276	1,372	1,491
비유동자산	47,556	56,144	58,685	61,105
관계기업투자등	6,049	5,218	5,613	6,102
유형자산	35,843	45,246	47,658	49,810
무형자산	2,302	2,232	1,951	1,712
자산총계	80,836	84,644	87,283	91,421
유동부채	29,399	29,219	30,434	31,842
매입채무 및 기타채무	14,841	13,547	14,570	15,841
단기금융부채	11,637	13,153	13,154	13,055
기타유동부채	2,921	2,519	2,710	2,946
비유동부채	21,416	23,141	23,271	23,433
장기금융부채	19,412	21,411	21,411	21,411
기타비유동부채	2,004	1,730	1,860	2,022
부채총계	50,816	52,360	53,705	55,276
지배주주지분	22,203	21,890	23,081	25,484
자본금	510	510	510	510
자본잉여금	10,396	10,407	10,407	10,407
이익잉여금	11,253	9,093	10,284	12,687
비지배주주지분	7,817	10,394	10,497	10,661
자본총계	30,020	32,284	33,578	36,145

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	53.5	-	9.5	5.9
P/CF (x)	4.2	6.2	2.8	2.2
P/B (x)	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	11.9	18.7	7.2	5.7
EPS (원)	2,624	-12,678	12,762	20,523
CFPS (원)	33,355	19,474	42,665	54,630
BPS (원)	226,492	144,292	152,113	167,892
DPS (원)	0	5,000	4,800	4,800
배당성향 (%)	0.0	-49.3	35.3	22.0
배당수익률 (%)	0.0	4.2	4.0	4.0
매출액증가율 (%)	-1.0	-6.6	-0.5	4.4
EBITDA증가율 (%)	-41.9	-25.5	166.6	27.7
조정영업이익증가율 (%)	-51.4	-99.8	107,187.4	43.1
EPS증가율 (%)	-83.9	적전	흑전	60.8
매출채권 회전율 (회)	12.7	12.9	13.1	12.6
재고자산 회전율 (회)	6.7	6.8	6.8	6.6
매입채무 회전율 (회)	8.2	8.4	7.9	7.5
ROA (%)	0.7	-1.8	2.4	3.7
ROE (%)	1.2	-6.1	8.6	12.9
ROIC (%)	3.0	-0.7	5.7	7.8
부채비율 (%)	169.3	162.2	159.9	152.9
유동비율 (%)	113.2	97.5	94.0	95.2
순차입금/자기자본 (%)	58.4	74.5	75.4	69.7
조정영업이익/금융비용 (x)	1.7	0.0	2.6	3.7

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK이노베이션 (096770)				
2024.02.07	매수	150,000	-	-
2023.11.06	매수	200,000	-34.23	-27.75
2023.04.17	매수	295,186	-42.14	-28.00
2023.02.08	매수	245,988	-32.30	-18.80
2022.11.03	매수	226,309	-27.65	-19.57



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK이노베이션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.