



2024년 07월 19일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

목표주가(12M) 130,000원
현재주가(7.18) 115,900원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,824.35
52주 최고/최저(원)	212,534/100,000
시가총액(십억원)	11,095.8
시가총액비중(%)	0.48
발행주식수(천주)	151,034.8
60일 평균 거래량(천주)	761.2
60일 평균 거래대금(십억원)	86.3
외국인지분율(%)	22.32
주요주주 지분율(%)	
SK 외 10 인	36.25
국민연금공단	6.28

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	77,988.4	82,025.7
영업이익(십억원)	2,338.0	3,868.8
순이익(십억원)	690.8	2,003.0
EPS(원)	5,510	10,698
BPS(원)	149,960	159,653

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	78,056.9	77,288.5	76,192.5	76,241.4
영업이익	3,917.3	1,903.9	1,503.4	2,082.5
세전이익	2,860.2	932.2	523.3	1,351.7
순이익	1,569.0	256.3	254.3	924.6
EPS	16,339	2,624	2,604	9,533
증감율	437.11	(83.94)	(0.76)	266.09
PER	9.27	53.47	44.51	12.16
PBR	0.69	0.62	0.48	0.46
EV/EBITDA	5.98	11.93	7.82	6.83
ROE	8.49	1.22	1.14	4.03
BPS	218,491	226,492	240,604	250,137
DPS	0	0	0	0



Analyst 윤재성 jsyoon@hanafn.com
RA 이름 aaaa@hanafn.com

하나증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770)

합병 관련 코멘트

SK이노베이션의 SK E&S 흡수합병

7/17일 SK이노베이션의 SK E&S 흡수합병이 결정되었다. 합병기일은 11/1일, 신주 상장은 11/20일이다. 합병 비율은 1대 1.19이다. 이에 대해 회사는 규모/수익성, 소액주주 희석 우려 등을 감안하여 1대2 루머 대비 적절한 수준으로 결정하였다고 설명한다. 상장사인 SK이노베이션은 기준시가를, 비상장사인 SK E&S는 자산가치와 수익가치의 가중평균을 합병가액으로 했다. 시총 기준 합병총액은 각각 11조원, 6조원으로 평가되었다. 8/27일은 합병 승인을 위한 임시 주총이 열리며, 합병 승인 시 SK이노베이션 최대주주인 SK(주)의 지분율은 36.22%에서 55.9%로 상승해 지배력 강화가 예상된다. 즉, 이번 합병은 SK이노베이션의 캐쉬플로우 및 재무 안정성 강화와 더불어, 향후 SK(주)의 경영권 관련 잠재 리스크를 선제 대비하는 측면도 상존한다. 한편, SK온-SK트레이딩인터내셔널-SK엔터의 합병도 동시에 진행된다. 이를 통해, SK온의 조속한 흑자전환을 통한 재무적 리스크 완화, 2026년 말 상장을 위한 요건 달성의 근거가 마련되었다. 회사는 SK온의 CAPEX가 2025년부터 급격히 감소해 자체 자금조달이 가능할 것으로 언급해, 합병 후 SK이노베이션이 SK온에 대한 직접적인 재정적 지원이 가능할 것인지는 지켜볼 필요가 있다.

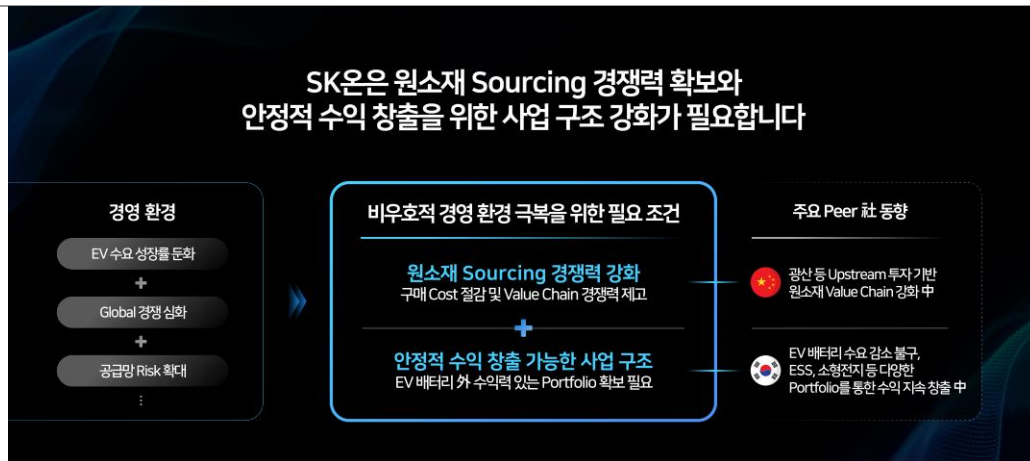
에너지 전환 관점에서 시너지 강화 예상

Energy Transition 과정에서 중요해진 LNG의 역할과 원유/가스에 우호적인 트럼프 공약 등을 감안할 때, E&P, 정유, LNG/발전 비즈니스는 향후 수 년 간 긍정적인 캐쉬플로우 창출이 가능할 것이다. 특히, E&P와 트레이딩 영역에서 유기적인 시너지 창출이 기대된다. 회사는 현재 합병 법인의 EBITDA를 현재 6조원에서 2030년 20조원까지 확대시킬 것을 언급했다. 구체적인 부문별 목표는 배터리 10조원, 정유화학 5조원, E&S 3조원, 시너지 2조원 등이다. 시너지 부문은 통합 법인의 ESS 배터리 생산능력과 SK이노베이션의 SMR, SK엔무브의 열관리 시스템의 핵심인 액침냉각, SK E&S의 ESS 솔루션, 태양광 등 신재생에너지들을 묶어 데이터센터나 그리드 사업자를 위한 솔루션으로 만들 계획이다.

주가는 SK온(배터리)의 개선에 달려

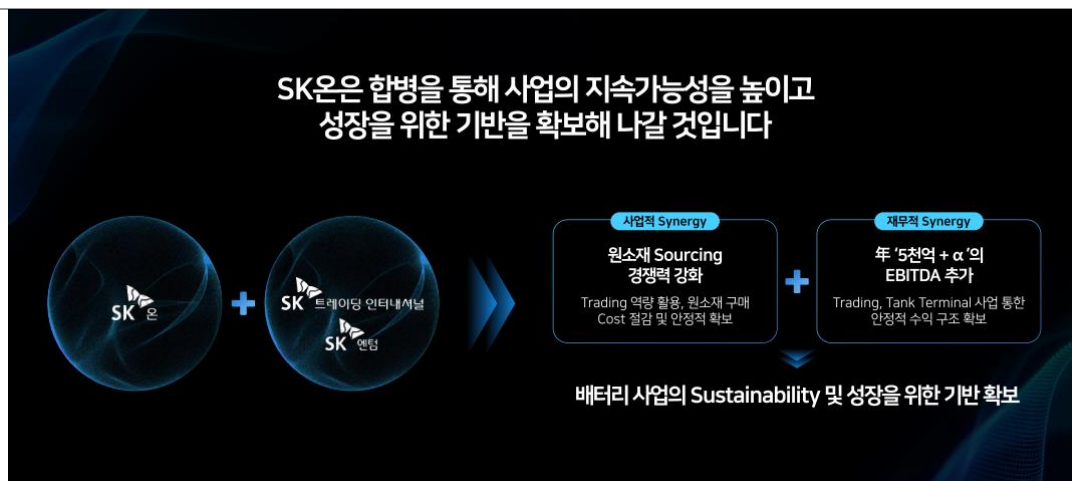
이번 합병으로 SK온은 물론 합병 SK이노베이션의 현금흐름이 강화되며 재무적인 리스크는 상당 부문 완화된 것으로 판단한다. 중장기적으로 SK온을 제외한 이익 창출 능력에 대해서도 긍정적으로 평가한다. 다만, 여전히 SK온(배터리)은 전방 고객사의 수요 부진과 신규 공장(형가리/옌청) 가동에 따른 고정비 부담, 정권교체 시의 IRA보조금 수취와 관련된 리스크를 안고 있다. 실제 SK온의 분기 당 영업적자는 수 천억원에 달하는 상황이다. SK온의 조속한 정상화가 결국 추세적 주가 상승의 핵심이라는 대전제는 여전히 변함이 없다.

도표 1. SK온-SK트레이딩인터내셔널-SK엔템 합병 (1)



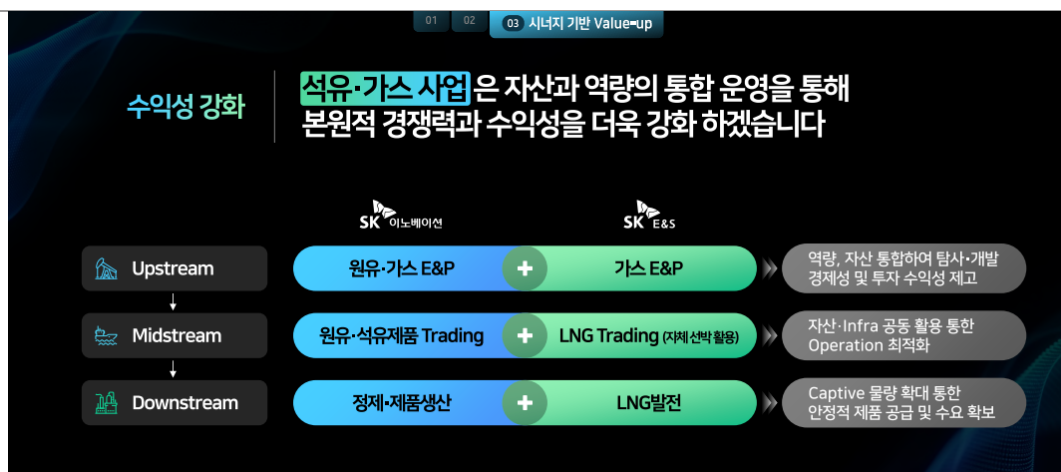
자료: SK이노베이션, 하나증권

도표 2. SK온-SK트레이딩인터내셔널-SK엔템 합병 (2)



자료: SK이노베이션, 하나증권

도표 3. SK이노베이션-SK E&S 합병으로 석유/가스 사업 수익성 강화 기대



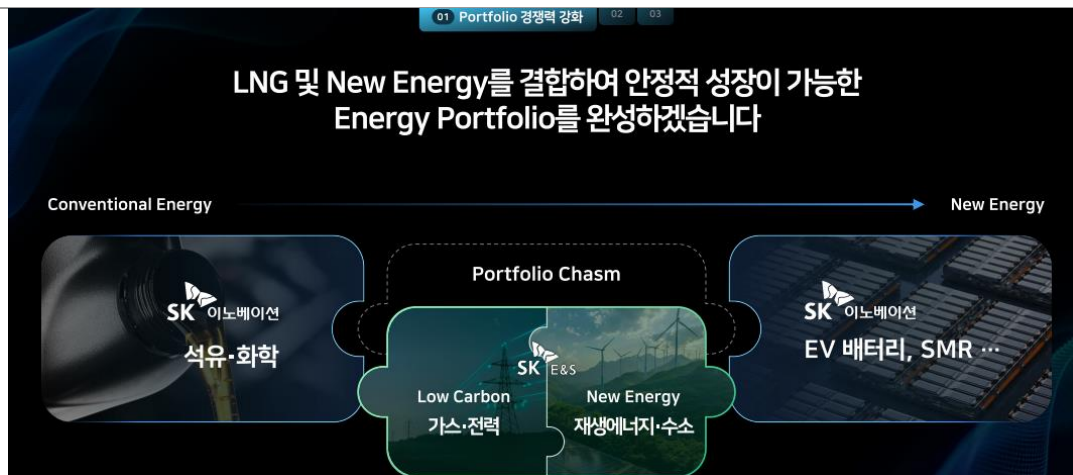
자료: SK이노베이션, 하나증권

도표 4. SK이노베이션-SK E&S 합병으로 Electrification 사업 성장성 강화 기대



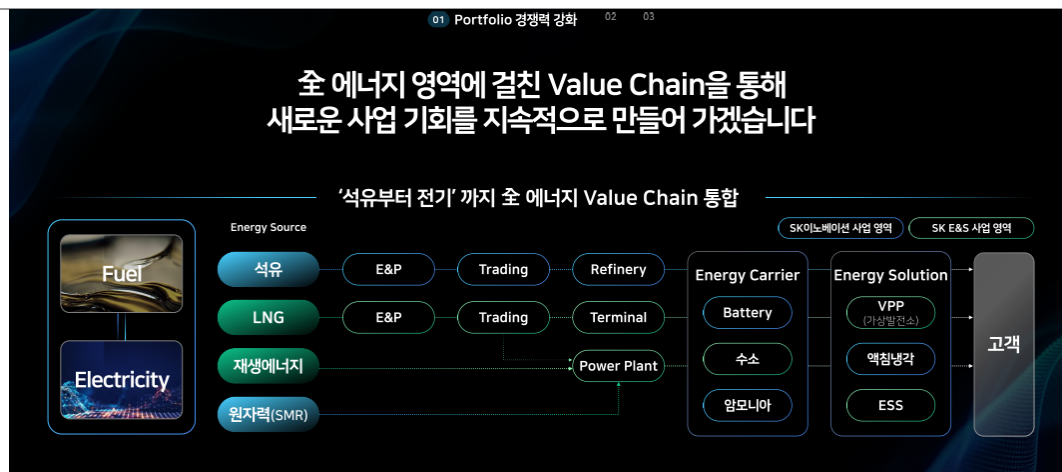
자료: SK이노베이션, 하나증권

도표 5. 기존 석유/화학에 LNG 및 New Energy를 결합한 Energy Portfolio 구축 기대



자료: SK이노베이션, 하나증권

도표 6. '석유부터 전기'까지 전 에너지 영역에 걸친 Value Chain 통합 목표



자료: SK이노베이션, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	78,056.9	77,288.5	76,192.5	76,241.4	80,848.4
매출원가	71,029.7	72,274.5	71,969.6	71,607.0	76,098.2
매출총이익	7,027.2	5,014.0	4,222.9	4,634.4	4,750.2
판매비	3,109.9	3,727.2	2,719.4	2,551.9	2,690.2
영업이익	3,917.3	1,903.9	1,503.4	2,082.5	2,060.0
금융손익	(1,009.6)	(934.8)	(1,030.1)	(810.8)	(885.6)
종속/관계기업손익	2.3	133.0	50.0	80.0	80.0
기타영업외손익	(49.8)	(170.0)	0.0	0.0	0.0
세전이익	2,860.2	932.2	523.3	1,351.7	1,254.3
법인세	965.0	377.3	240.7	324.4	301.0
계속사업이익	1,895.2	554.9	282.6	1,027.3	953.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,895.2	554.9	282.6	1,027.3	953.3
비배주주지분 순이익	326.2	298.6	28.3	102.7	95.3
지배주주순이익	1,569.0	256.3	254.3	924.6	858.0
지배주주지분포괄이익	1,803.4	366.2	158.1	574.9	533.5
NOPAT	2,595.7	1,133.3	811.9	1,582.7	1,565.6
EBITDA	5,710.5	3,316.8	4,728.1	5,633.5	5,594.8
성장성(%)					
매출액증가율	66.60	(0.98)	(1.42)	0.06	6.04
NOPAT증가율	174.27	(56.34)	(28.36)	94.94	(1.08)
EBITDA증가율	75.42	(41.92)	42.55	19.15	(0.69)
영업이익증가율	124.91	(51.40)	(21.04)	38.52	(1.08)
(지배주주)순이익증가율	437.14	(83.66)	(0.78)	263.59	(7.20)
EPS증가율	437.11	(83.94)	(0.76)	266.09	(7.21)
수익성(%)					
매출총이익률	9.00	6.49	5.54	6.08	5.88
EBITDA이익률	7.32	4.29	6.21	7.39	6.92
영업이익률	5.02	2.46	1.97	2.73	2.55
계속사업이익률	2.43	0.72	0.37	1.35	1.18

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	31,966.7	33,279.6	32,808.9	31,098.8	29,320.7
금융자산	11,159.8	13,525.3	13,334.2	11,611.6	8,658.6
현금성자산	9,479.1	13,074.4	12,889.6	11,166.7	8,187.1
매출채권	6,278.8	5,929.4	5,845.3	5,849.1	6,202.5
재고자산	11,857.7	11,122.7	10,964.9	10,972.0	11,635.0
기타유동자산	2,670.4	2,702.2	2,664.5	2,666.1	2,824.6
비유동자산	35,252.2	47,555.9	50,718.4	53,651.9	57,363.8
투자자산	5,518.0	6,730.1	6,640.9	6,644.9	7,019.6
금융자산	746.3	680.7	677.4	677.5	691.6
유형자산	25,110.6	35,843.4	39,283.8	42,384.1	45,875.9
무형자산	2,077.7	2,302.1	2,113.3	1,942.6	1,788.0
기타비유동자산	2,545.9	2,680.3	2,680.4	2,680.3	2,680.3
자산총계	67,218.9	80,835.5	83,527.4	84,750.6	86,684.5
유동부채	27,557.2	29,399.2	32,098.5	32,574.9	33,727.7
금융부채	12,434.2	11,636.9	11,636.6	11,636.6	11,637.6
매입채무	9,146.4	8,533.9	9,387.3	9,856.6	10,349.5
기타유동부채	5,976.6	9,228.4	11,074.6	11,081.7	11,740.6
비유동부채	16,419.4	21,416.4	21,420.8	21,434.9	21,557.2
금융부채	14,914.9	19,411.8	19,411.8	19,411.8	19,411.8
기타비유동부채	1,504.5	2,004.6	2,009.0	2,023.1	2,145.4
부채총계	43,976.6	50,815.5	53,519.3	54,009.8	55,284.9
지배주주지분	19,651.6	22,202.7	22,457.0	23,381.6	24,239.5
자본금	468.6	509.5	509.5	509.5	509.5
자본잉여금	8,198.0	10,395.8	10,395.8	10,395.8	10,395.8
자본조정	(1,322.8)	(833.3)	(833.3)	(833.3)	(833.3)
기타포괄이익누계액	728.2	877.9	877.9	877.9	877.9
이익잉여금	11,579.7	11,252.8	11,507.2	12,431.7	13,289.7
비지배주주지분	3,590.7	7,817.3	7,551.0	7,359.2	7,160.1
자본총계	23,242.3	30,020.0	30,008.0	30,740.8	31,399.6
순금융부채	16,189.4	17,523.3	17,714.3	19,436.9	22,390.9

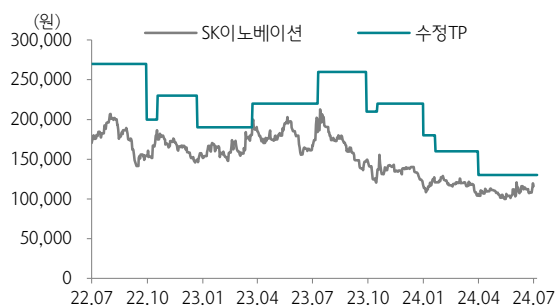
투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	16,339	2,624	2,604	9,533	8,846
BPS	218,491	226,492	240,604	250,137	258,984
CFPS	60,001	33,355	47,675	57,341	56,941
EBITDAPS	59,465	33,961	48,416	58,087	57,687
SPS	812,834	791,369	780,212	786,123	833,626
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	9.27	53.47	44.51	12.16	13.10
PBR	0.69	0.62	0.48	0.46	0.45
PCFR	2.53	4.21	2.43	2.02	2.04
EV/EBITDA	5.98	11.93	7.82	6.83	7.37
PSR	0.19	0.18	0.15	0.15	0.14
재무비율(%)					
ROE	8.49	1.22	1.14	4.03	3.60
ROA	2.69	0.35	0.31	1.10	1.00
ROIC	8.01	2.74	1.80	3.35	3.10
부채비율	189.21	169.27	178.35	175.69	176.07
순부채비율	69.65	58.37	59.03	63.23	71.31
이자보상배율(배)	6.06	1.66	1.24	1.71	1.69

자료: 하나증권

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	406.6	5,367.9	5,753.3	4,510.8	4,367.9
당기순이익	1,895.2	554.9	282.6	1,027.3	953.3
조정	2,781.8	1,046.8	3,424.7	3,471.1	3,454.8
감가상각비	1,793.2	2,030.0	3,224.7	3,551.1	3,534.8
외환거래손익	(376.5)	(195.0)	250.0	0.0	0.0
지분법손익	(4.2)	(131.1)	(50.0)	(80.0)	(80.0)
기타	1,369.3	(657.1)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(4,270.4)	3,766.2	2,046.0	12.4	(40.2)
투자활동 현금흐름	(5,123.3)	(11,244.2)	(6,875.4)	(6,699.3)	(7,488.0)
투자자산감소(증가)	(586.1)	6,487.9	(155.4)	(218.5)	(589.2)
자본증가(감소)	(6,709.6)	(11,238.1)	(6,476.4)	(6,480.5)	(6,872.1)
기타	2,172.4	(6,494.0)	(243.6)	(0.3)	(26.7)
재무활동 현금흐름	10,507.2	6,427.7	(0.2)	0.0	1.0
금융부채증가(감소)	9,860.8	3,699.5	(0.2)	0.0	1.0
자본증가(감소)	500.4	2,238.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	146.1	489.6	0.0	0.0	0.0
배당지급	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	5,790.4	551.3	3,124.0	(1,722.9)	(2,979.7)
Unlevered CFO	5,761.9	3,257.5	4,655.7	5,561.1	5,522.3
Free Cash Flow	(6,370.0)	(5,870.2)	(723.0)	(1,969.7)	(2,504.2)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK이노베이션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.4.18	BUY	130,000		
24.2.7	BUY	160,000	-25.60%	-19.44%
24.1.18	BUY	180,000	-35.07%	-29.39%
23.11.3	BUY	220,000	-38.12%	-29.32%
23.10.16	BUY	210,000	-36.22%	-28.76%
23.8.3	BUY	260,000	-35.17%	-21.92%
23.7.28	BUY	260,000	-21.42%	-18.26%
23.4.10	BUY	220,000	-18.77%	-7.64%
23.1.9	BUY	190,000	-14.75%	-3.05%
22.11.4	BUY	230,000	-27.86%	-20.86%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 7월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 7월 19일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.98%	5.56%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 07월 16일