

# SK 이노베이션

## (096770)

### 정제마진 상승 중

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**160,000** 원(유지)

현재주가

**121,100** 원(11/04)

시가총액

**11,594**(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgs2009@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 160,000원 유지. 3Q24 전사 매출액 18조원(-6%qoq, -11%yoy), 영업손실 4,233억원(적지qoq, 적전yoy)으로 낮아진 영업이익 컨센서스를 하회하는 부진한 실적. 국제유가 급락 영향이 모든 사업부 실적에 부정적으로 작용. 특히, 석유사업은 재고손실 5,887억원이 반영되며 대규모 적자 전환. 배터리는 매출액 1.4조원, 영업이익 240억원으로 AMPC가 608억원으로 감소(2Q 1,118억원)했음에도 OEM 정산 관련 일회성 이익 지급으로 분기 흑자 전환. SK E&S는 합병 완료되어 11월부터 연결 실적으로 반영 예정
- 4Q24 매출액 19조원(+9%qoq, -2%yoy), 영업이익 2,798억원(흑전qoq, +286%yoy) 전망. 정제설비 증설 규모 감소(25만b/d)로 낮은 유가에도 에너지, 윤활유 사업 실적 개선 전망. 배터리는 일회성 수익 기저효과로 적자 전환 추정되나, 점진적인 가동률 상승으로 2Q25년 흑자 전환 가능할 것이라 판단. 실적에 대한 낮아진 기대치, 밴드 하단의 주가 레벨, SK E&S 합병 효과 등을 감안하면 투자 매력 존재

주가(원,11/4)	121,100
시가총액(십억원)	11,594

발행주식수	95,736천주
52주 최고가	158,600원
최저가	91,700원
52주 일간 Beta	1.12
60일 일평균거래대금	369억원
외국인 지분율	22.5%
배당수익률(2024F)	0.0%

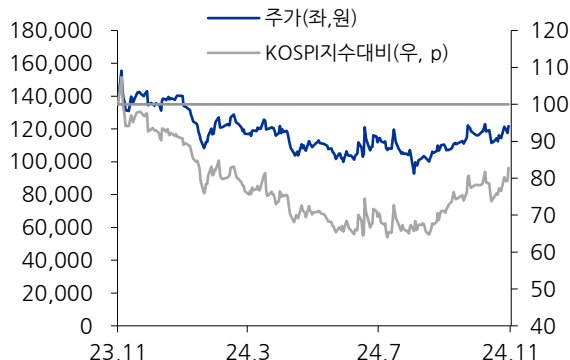
주주구성	
SK (외 11인)	36.3%
국민연금공단 (외 1인)	6.4%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	3.5	13.8	-21.0
절대기준	4.2	10.5	-11.7

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	160,000	160,000	-
영업이익(24)	435	1,455	▼
영업이익(25)	2,710	1,532	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	77,288	74,500	79,808	84,118
영업이익	1,287	435	2,710	2,390
세전손익	932	-1,052	1,112	747
당기순이익	555	-1,074	767	511
EPS(원)	2,546	-10,562	7,470	4,723
증감률(%)	-84.6	적전	흑전	-36.8
PER(배)	55.1	-	16.2	25.6
ROE(%)	1.2	-5.1	3.8	2.3
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	9.6	11.9	7.2	7.7

자료: 유진투자증권



### [컨퍼런스콜 Q&A - 배터리]

#### Q.SK 온 CAPEX

- '24년 CAPEX 중 가장 큰 부분을 차지하고 있는 BOSK 및 현대차 JV 투자가 연내 집행
- '25년 이후 CAPEX 대폭 축소 전망
- 금융기관 차입 외에도 국내외 정책금융과 JV파트너사 대여금 활용 예정
- 켄터키 1 공장 및 테네시 공장 기존 계획대로 건설 중
- 켄터키 2 공장 SOP 시점 연기. 포드와 물량상황 고려해 유연한 대응 예정
- 현대차 JV 공장도 계획 일정에 맞춰 건설 중이나 가동 시점은 상황에 따라 변동 가능

#### Q.EREV

- 현대차 기존 엔진 활용 + 배터리 용량 축소 EREV 출시계획 발표
- 고객사 EREV 향 배터리 대응도 적극 추진 중
- EREV가 전체 전기차 시장을 주도하거나 EV를 대체한다고 보기는 어려움
- PHEV를 대체할 수 있으나, PHEV 이상의 용량을 탑재하고 있어 부정적 영향 제한적

#### Q. 전기차 정책 관련 수요 전망

- EU 탄소배출규제 등 전개 중이나 최근 유럽 OEM 사들이 규제 완화 요청, 탄소 크레딧 풀링 계약 체결 등 움직임을 보여 지켜볼 필요
- 고객사와 '25년 유럽 공급량에 대해 협의 중이나 구체적 내용은 확정 X

#### Q. 미국 대선 영향

- 트럼프 재집권 시 전기차 성장 불가피하나 IRA로 인한 투자가 공화당 집권주에 집중
- 기존 IRA에 반대했던 석유 기업들조차 법안 유지를 요청하는 등 공화당 내부에서도 의견 상이한 것으로 파악
- 대선 결과 예상 어려우나 트럼프 재집권시에도 IRA 전면 폐지는 어려울 것이라 판단
- 대선과 무관하게 탈중국 공급망 재편 기조는 유지될 전망

## [컨퍼런스콜 Q&A - 기타]

### Q.E&S 전망

- 전력, LNG 사업 안정적 발전 가동 중
- 도시가스사업 판매량 감소에도 연료전지 등 신규수익원 발굴을 통해 견조한 실적 예상
- 글로벌 LNG 시장 수급 타이트 & 유럽/동북아 LNG 스팟 변동성 클 전망
- 기저발전 영향으로 LNG 급전순위 경쟁 치열해질 전망
- 2H25 상업운전 예정인 호주 바로사 가스전을 통해 저가 LNG 확보 및 안정적 이익창출 계획

### Q.LNG 시장전망, E&S 성장전략

- 단기: 북미 신규 LNG 프로젝트 지연 가능성 높. 추가 공급 가능성 제한적
  - 유럽 동절기 이후 재고수준, 러-우전쟁에 따른 공급중단 대체 파이프라인 확보가능 여부 등이 주요 변동 요인
- 중장기: 카타르 등 다수의 신규 프로젝트 가동으로 수급균형 정상화 전망
- 용인반도체산업 집단에너지 사업권 확보 완료
- 향후 CCS 기술 적용 저탄소 비즈니스모델 전환 등 추진 예정

### Q. 향후 정제설비 순증설 규모 및 정유사업 수익성 전망

- 향후 5년간 예상되는 순증설 규모는 연평균 25만 b/d 수준
- '25~'26년은 연평균 53만 b/d, 이후 지속 감소 전망
- 리파이너리가 환경규제 등으로 지속 폐쇄되며 '27년 이후 순증설 제한적일 것
- '24~'26년 연평균 순증설은 글로벌 석유수요의 약 0.5% 수준일 것으로 전망
- 인도를 중심으로 글로벌 수요 연평균 1% 증가 전망
- 상황에 미치는 영향은 제한적일 것
- '27년 이후에는 확정된 신증설 프로젝트보다 폐쇄되는 규모가 클 것으로, 양호한 마진 전망

### Q. 원유도입 비중, 전략

- 피드스탁 경제성 결정요인 고려 시 현 시점에서는 중동산 원유 대비 북미 원유가 소폭 우위
- 전체 도입 원유 중 약 20~30%를 미국산 도입 중

**Q. 가동률**

- 비우호적 매크로환경 영향으로 정제마진 qoq 하락
- 3Q 부정적 Topping 마진 방어 및 고도화공정 중심 가동을 위해 CDU 최소가동 계획 유지
- 4Q에도 보수적 운영계획하 CDU 가동률 조절 계획이며, 시황 반전 시 유연한 가동률 상향 예정

**Q. 정유제품 수출 증가 이유**

- SK에너지는 수출물량 감소
- 타 정유사는 가동률을 조정하지 않고 80~90%수준으로 유지 중인 것으로 파악
- 한국 전체적으로는 가동률을 크게 줄이지 않아 수출 증가가 이뤄진 것이라 판단
- 10월부터 시황 개선 확인했으며 가동률 개선 준비 중. 동남아/호주향 수출 증대 계획

**Q. E&P**

- 페루, 중국, 베트남 등 5개 광구에서 5.7만 b/d
- O/E 비중은 40%
- 17-03 광구는 10월 평균 2.7만 b/d 생산 중

**Q. '25년 외형성장 포인트**

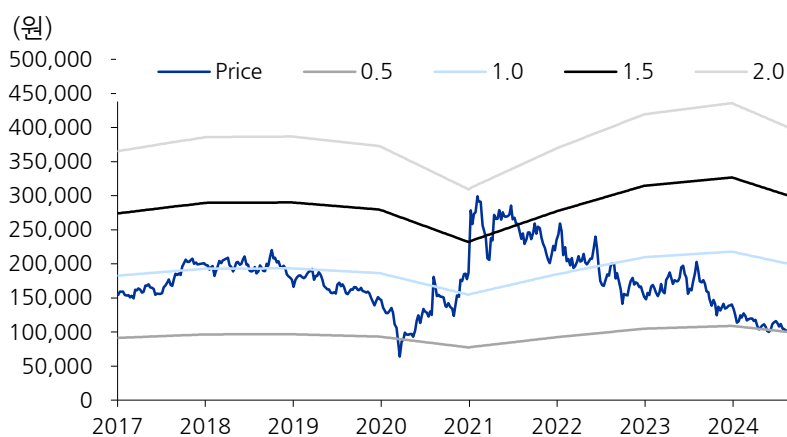
- 중국 17-03 추가 생산정 시추 계획. 2Q25 중 물량 상승 기대
- 베트남 15-1-05 개발 순조롭게 진행 중. 3Q26 상업생산 기대

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	76,685	80,969	74,500	79,808	(2.8)	(1.4)
영업이익	1,455	1,532	435	2,710	(70.1)	76.8
영업이익률(%)	1.9	1.9	0.6	3.4	(1.3)	1.5
EBITDA	4,334	4,837	3,300	5,706	(23.9)	18.0
EBITDA 이익률(%)	5.7	6.0	4.4	7.2	(1.2)	1.2
순이익	-193	-76	-1,074	767	-	흑전

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
<b>매출액</b>	<b>19,143</b>	<b>18,727</b>	<b>19,889</b>	<b>19,529</b>	<b>18,855</b>	<b>18,799</b>	<b>17,657</b>	<b>19,188</b>	<b>77,288</b>	<b>74,500</b>	<b>79,808</b>
에너지	11,607	10,743	12,323	12,878	12,855	13,164	12,134	12,538	47,551	50,691	49,340
화학	2,535	2,857	2,900	2,452	2,759	2,594	2,625	2,713	10,744	10,691	10,596
운활유	1,302	1,110	1,187	1,094	1,137	1,063	1,065	1,096	4,693	4,361	4,367
분리막	42	52	48	50	32	44	27	35	193	137	192
배터리	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	1,554	1,431	2,424	12,897	7,092	13,706
<b>영업이익</b>	<b>375</b>	<b>(107)</b>	<b>1,563</b>	<b>73</b>	<b>625</b>	<b>(46)</b>	<b>(423)</b>	<b>280</b>	<b>1,904</b>	<b>435</b>	<b>2,710</b>
에너지	275	(411)	1,113	(165)	591	144	(617)	170	811	289	1,130
화학	109	170	237	0	125	99	(14)	31	517	241	131
운활유	259	260	262	217	220	152	174	204	998	751	856
분리막	(4)	(0)	4	12	(64)	(70)	(74)	(77)	11	(286)	(190)
배터리	(345)	(132)	(86)	(19)	(332)	(460)	24	(134)	(581)	(902)	413
<b>OPM(%)</b>	<b>2.0</b>	<b>(0.6)</b>	<b>7.9</b>	<b>0.4</b>	<b>3.3</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(2.4)</b>	<b>1.5</b>	<b>2.5</b>	<b>0.6</b>	<b>3.4</b>
에너지	2.4	(3.8)	9.0	(1.3)	4.6	1.1	(5.1)	1.4	1.7	0.6	2.3
화학	4.3	6.0	8.2	0.0	4.5	3.8	(0.5)	1.1	4.8	2.3	1.2
운활유	19.9	23.4	22.1	19.8	19.4	14.3	16.4	18.6	21.3	17.2	19.6
분리막	(9.4)	(0.2)	7.3	23.2	(203.2)	(160.8)	(275.1)	(220.0)	5.7	(208.1)	(98.9)
배터리	(10.4)	(3.6)	(2.7)	(0.7)	(19.7)	(29.6)	1.7	(5.5)	(4.5)	(12.7)	3.0

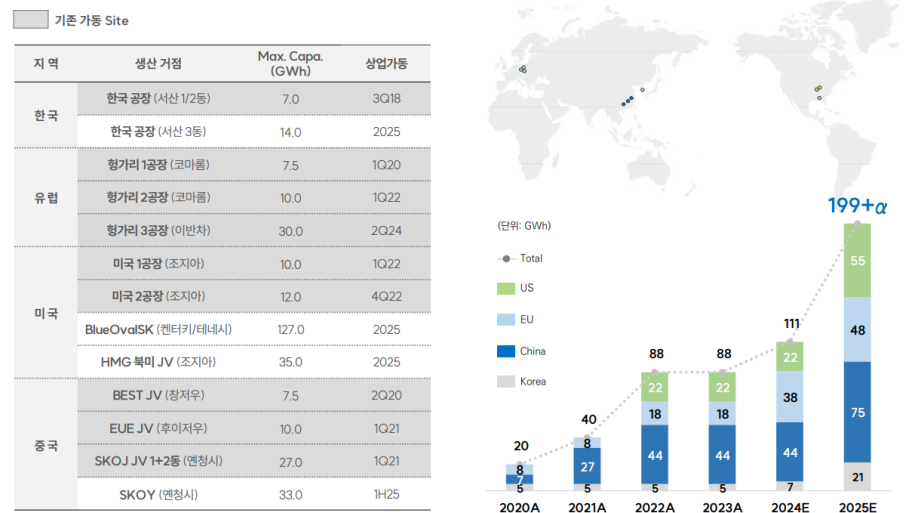
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 2. SK E&amp;S 실적 전망

(단위: 십억원, %)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>5,639</b>	<b>4,654</b>	<b>4,045</b>	<b>5,535</b>	<b>6,468</b>	<b>6,562</b>	<b>5,750</b>	<b>7,855</b>	<b>11,541</b>	<b>11,167</b>	<b>10,551</b>	<b>11,738</b>
발전	1,642	725	748	2,002	2,771	2,675	2,015	2,696	4,232	4,688	4,764	5,479
도시가스	4,798	3,913	3,245	3,449	3,564	3,646	3,420	3,639	5,335	5,189	4,441	4,809
기타 및 연결조정	(801)	16	52	84	133	241	314	1,520	1,974	1,290	1,346	1,450
<b>영업이익</b>	<b>470</b>	<b>287</b>	<b>155</b>	<b>356</b>	<b>478</b>	<b>526</b>	<b>241</b>	<b>619</b>	<b>1,711</b>	<b>1,332</b>	<b>1,369</b>	<b>1,400</b>
<b>OPM(%)</b>	<b>8.3</b>	<b>6.2</b>	<b>3.8</b>	<b>6.4</b>	<b>7.4</b>	<b>8.0</b>	<b>4.2</b>	<b>7.9</b>	<b>14.8</b>	<b>11.9</b>	<b>13.0</b>	<b>11.9</b>
<b>당기순이익</b>	<b>405</b>	<b>395</b>	<b>198</b>	<b>374</b>	<b>439</b>	<b>697</b>	<b>862</b>	<b>389</b>	<b>970</b>	<b>1,086</b>	<b>1,027</b>	<b>1,088</b>

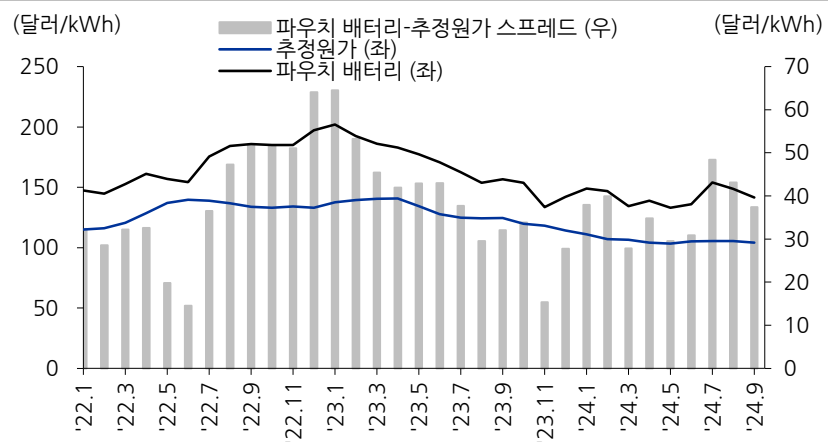
자료: 유진투자증권

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
<b>자산총계</b>	67,219	80,836	79,525	83,617	86,386
유동자산	31,967	33,280	26,479	28,307	30,305
현금성자산	11,159	13,522	6,917	7,409	8,323
매출채권	8,095	7,819	7,670	8,216	8,660
재고자산	11,858	11,123	11,076	11,865	12,505
비유동자산	35,252	47,556	53,046	55,310	56,081
투자자산	8,064	9,410	9,305	9,505	9,668
유형자산	25,111	35,843	41,407	43,434	44,002
기타	2,078	2,302	2,334	2,370	2,411
<b>부채총계</b>	43,977	50,816	52,323	55,664	57,958
유동부채	27,557	29,399	27,372	28,462	29,346
매입채무	14,411	17,320	15,293	16,382	17,267
유동성이자부채	12,434	11,637	11,637	11,637	11,637
기타	712	442	442	442	442
비유동부채	16,419	21,416	24,951	27,202	28,611
비유동이자부채	14,915	19,412	22,927	25,158	26,547
기타	1,504	2,005	2,024	2,044	2,065
<b>자본총계</b>	23,242	30,020	27,201	27,953	28,428
자배지분	19,652	22,203	19,384	20,136	20,611
자본금	469	510	510	510	510
자본잉여금	8,198	10,396	10,396	10,396	10,396
이익잉여금	11,580	11,253	10,190	10,942	11,417
기타	(595)	45	(1,711)	(1,711)	(1,711)
비자배지분	3,591	7,817	7,817	7,817	7,817
<b>자본총계</b>	23,242	30,020	27,201	27,953	28,428
총차입금	27,349	31,049	34,564	36,795	38,184
순차입금	16,190	17,527	27,647	29,385	29,860

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업현금</b>	407	5,368	(1,712)	3,269	3,114
당기순이익	1,895	555	(1,074)	767	511
자산상각비	1,793	2,030	2,864	2,997	3,037
기타비현금성손익	2,074	673	(1,773)	(356)	(346)
운전자본증감	(4,270)	3,766	(1,831)	(246)	(200)
매출채권감소(증가)	(2,424)	162	149	(547)	(444)
재고자산감소(증가)	(4,315)	1,144	47	(789)	(641)
매입채무증가(감소)	(284)	(1,897)	(2,027)	1,090	885
기타	2,753	4,358	0	0	0
<b>투자현금</b>	(5,123)	(11,244)	(8,408)	(5,007)	(3,589)
단기투자자산감소	2,553	1,262	0	0	0
장기투자증권감소	(525)	(1,157)	51	54	56
설비투자	(6,777)	(11,238)	(8,195)	(4,788)	(3,365)
유형자산처분	67	21	0	0	0
무형자산처분	(288)	(218)	(264)	(272)	(281)
<b>재무현금</b>	10,507	9,490	3,515	2,231	1,389
차입금증가	9,019	3,128	3,515	2,231	1,389
자본증가	(217)	823	0	0	0
배당금지급	217	314	0	0	0
<b>현금 증감</b>	6,055	3,595	(6,605)	492	914
기초현금	3,424	9,479	13,074	6,469	6,962
기말현금	9,479	13,074	6,469	6,962	7,876
Gross Cash flow	5,762	3,258	120	3,515	3,314
Gross Investment	11,947	8,740	10,240	5,253	3,789
<b>Free Cash Flow</b>	(6,185)	(5,482)	(10,120)	(1,739)	(475)

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	78,057	77,288	74,500	79,808	84,118
증가율(%)	66.6	(1.0)	(3.6)	7.1	5.4
매출원가	71,030	72,274	70,263	73,221	77,641
<b>매출총이익</b>	7,027	5,014	4,237	6,587	6,477
판매 및 일반관리비	3,110	3,727	3,802	3,878	4,087
기타영업손익	0	617	0	0	0
<b>영업이익</b>	3,917	1,287	435	2,710	2,390
증가율(%)	124.9	(67.1)	(66.2)	522.4	(11.8)
<b>EBITDA</b>	5,710	3,317	3,300	5,706	5,427
증가율(%)	75.4	(41.9)	(0.5)	72.9	(4.9)
<b>영업외손익</b>	(1,057)	(355)	(1,487)	(1,598)	(1,643)
이자수익	216	401	263	251	240
이자비용	646	1,144	1,880	2,004	2,064
지분법손익	4	125	51	54	56
기타영업외손익	(632)	262	79	102	125
<b>세전순이익</b>	2,860	932	(1,052)	1,112	747
증가율(%)	249.5	(67.4)	적전	흑전	(32.8)
법인세비용	965	377	22	345	236
<b>당기순이익</b>	1,895	555	(1,074)	767	511
증가율(%)	288.0	(70.7)	적전	흑전	(33.4)
지배주주지분	1,569	256	(1,063)	752	475
증가율(%)	437.2	(83.7)	적전	흑전	(36.8)
비지배지분	326	299	(11)	15	35
<b>EPS(원)</b>	16,554	2,546	(10,562)	7,470	4,723
증가율(%)	437.2	(84.6)	적전	흑전	(36.8)
수정EPS(원)	16,554	2,546	(10,562)	7,470	4,723
증가율(%)	437.2	(84.6)	적전	흑전	(36.8)

## 주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	16,554	2,546	(10,562)	7,470	4,723
BPS	209,698	217,879	190,218	197,596	202,261
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	9.2	55.1	-	16.2	25.6
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.3	9.6	11.9	7.2	7.7
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	2.5	4.4	103.1	3.5	3.7
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	5.0	1.7	0.6	3.4	2.8
EBITDA이익률	7.3	4.3	4.4	7.2	6.5
순이익률	2.4	0.7	(1.4)	1.0	0.6
ROE	8.5	1.2	(5.1)	3.8	2.3
ROIC	8.8	2.0	0.7	3.8	3.2
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	69.7	58.4	101.6	105.1	105.0
유동비율	116.0	113.2	96.7	99.5	103.3
이자보상배율	6.1	1.1	0.2	1.4	1.2
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	1.3	1.0	0.9	1.0	1.0
매출채권회전율	11.8	9.7	9.6	10.0	10.0
재고자산회전율	7.9	6.7	6.7	7.0	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 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 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%

(2024.09.30 기준)

