

# SK이노베이션 (096770)

## SK E&S(주)와 합병 효과?

### SK E&S(주) 흡수합병 발표

2024년 7월 17일, SK이노베이션(주) 이사회는 에너지기업인 SK E&S(주)를 합병하기로 결정했다. SK이노베이션(주)이 신주를 발행해, SK E&S(주) 1주에 1.19주를 교환하는 방식이다. 중요한 절차는 '8/1일 의결권 주주 확정, 8/27일 주주총회, 8/27 ~ 9/19일 반대주주의 매수청구, 11/20일 통합 SK이노베이션(주) 신주 상장' 등이다. 참고로, SK E&S(주)는 연간 매출액 11조원(LNG발전소 52% 도시가스 46%), 평균 영업이익 9,000억원(영업이익률 8.1%)을 보이고 있으며, 자산 19.3조원, 부채 11.9조원, 자기자본 7.4조원 등으로 구성되어 있다.

### 통합으로 순자산 30% 증가, 발행주식수 58% 증가

순자산, EBITDA는 증가하지만, 주당 순자산이 감소하는 점에 주의해야 한다. 1) 지배주주 순자산 규모는 22.8조원에서 29.6조원으로, 30% 증가하게 된다. 자산과 순차입금은 각각 22%(86.4조원 → 105.7조원)와 18%(18.6조원 → 22.0조원) 증가하게 된다. 2) EBITDA 현금창출 능력은 3.4조원에서 5.2조원(SK E&S(주) 1.8조원)으로, 52% 높아진다. 3) 통합후 SK이노베이션(주)의 발행주식수는 58% 증가하게 된다. SK E&S(주) 교환을 위해 55,299,186주가 새롭게 발행되기 때문이다. 4) 순자산 보다 발행주식 증가폭이 높게 나타나면서, 주당 순자산은 △18%(238,156원 → 195,916원/주) 낮아지게 된다.

### 재무부담을 줄이지만, 주당 가치 희석은 불가피

2025년 합병이후 예상 실적은 매출액 81.5조원(합병전 70.5조원), 영업이익 3.1조원(합병전 2.2조원, 배터리 △4,747억원), 지배주주 순이익 1.3조원(합병전 7,619억원)으로 개선된다. 주주총회에서 승인되면, 재무부담 축소로 주가 방향에 긍정적인 것이다. 다만, SK E&S(주) 합병으로 NAV(순자산가치)는 27%(19조원 → 23조원)으로 증가하지만, 발행주식수가 58% 증가하면서, 주당 적정가치(주가 눈높이)는 △10 ~ 20%로 낮아질 수 있다. 주주에 대한 보상이 필요하다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	179,164	-4.3	-5.0	193,989	-7.6
영업이익	-249	적지	적전	4,405	-105.7
세전계속사업이익	-3,979	적지	적전	1,487	-367.6
지배순이익	-2,186	적지	적지	1,456	-250.2
영업이익률 (%)	-0.1	적지	적전	2.3	-2.4 %pt
지배순이익률 (%)	-1.2	적지	적지	0.8	-2.0 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결, SK E&S(주) 합병전 기준)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	780,569	772,885	738,773	704,621
영업이익	39,173	19,039	15,840	21,717
지배순이익	15,690	2,563	702	7,619
PER	11.6	62.3	171.7	15.8
PBR	0.9	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.7	12.4	12.1	11.2
ROE	8.5	1.2	0.3	3.3

자료: 유안타증권



황규원

화학/정유  
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

박현주

Research Assistant  
hyunjoo.park@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 200,000원 (M)

현재주가 (7/17) 119,700원

상승여력 67%

시가총액 115,682억원

총발행주식수 96,984,016주

60일 평균 거래대금 804억원

60일 평균 거래량 713,285주

52주 고/저 212,534원 / 100,000원

외인지분율 22.04%

배당수익률 0.00%

주요주주 SK 외 10 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 10.0 14.2 (25.8)

상대 6.2 3.8 (31.7)

절대 (달러환산) 10.0 14.7 (32.0)

## 그림 1. SK 이노베이션(주) SK E&S(주) 통합 절차와 효과 분석

[SK이노베이션 - SKE&S 인수 절차]

일 자	정 자	주요내용
2024년 07월 17일	인수 이사회 결정	SK이노베이션(주) 이사회에서 SKE&S(주) 인수 안건을 결정함
2024년 08월 01일	의결권 주주 결정	주주총회 안건으로 의결권을 부여하기 위한 기산일
2024년 08월 27일	주주총회	주(의) 주식매수청권 금액이 8000억원을 넘어서면 합병 무산 가능함
2024년 08월 27일 ~ 09월 19일	반대매수 청구권자	주총 의결권 보유주주 가운데, 안건을 반대할 경우, SK이노베이션(주)에 보유주식을 팔수 있는 기간
2024년 11월 01일	합병기일	SK이노베이션(주) 1주당 매수청구권 행사 가격 : 111,943원
2024년 11월 20일	신주상장일	SKE&S(주) 주주가 SK이노베이션(주) 주식으로 교환한 신주가 상장

<p>SK(주) 그룹 총괄 지주사</p> <p>통합전 지분을 36% → SK이노베이션(주) 정유/석화/운활유/자원개발/배터리</p> <p>통합전 지분을 90% → SK E&amp;S(주) 도시가스/LNG/전력판매</p>		<p>2024년 통합 이후 (SK E&amp;S(주) 1주를 SK이노베이션(주) 1.19주로 변환)</p> <p>※합병시 적용가치 가정 : SK이노 10.8조원, SKE&amp;S 6.2조원</p> <p>① 상장기업 합병가치 : 시총을 적용했음</p> <p>② 비상장기업 합병가치 : (수익가치*1.5 + 자기자본*1)/2.5</p>		<p>SK(주) 그룹 총괄 지주사</p> <p>통합후 지분을 56% → 통합 SK이노베이션(주) SK이노베이션+SKE&amp;S</p>
<p>[재무상태표, 2024년 1분기 기준] (단위 : 조원)</p> <p><b>자산</b> 86.4 <b>부채</b> 55.1</p> <p>현금성자산 13.3 차입금 (순차입금) 31.9</p> <p>유형자산 38.9 <b>자기자본</b> 31.3</p> <p>관계기업 6.3 지배주주 자본 22.8</p>		<p>[재무상태표, 2024년 1분기 기준] (단위 : 조원)</p> <p><b>자산</b> 19.3 <b>부채</b> 11.9</p> <p>현금성자산 3.2 차입금 6.6</p> <p>유형자산 9.4 <b>자기자본</b> 7.4</p> <p>관계기업 2.0 지배주주 자본 6.8</p>		<p>[합산 재무상태표, 2024년 1분기 기준] (단위 : 조원)</p> <p><b>자산</b> 105.7 <b>부채</b> 67.0</p> <p>현금성자산 16.5 차입금 (순차입금) 38.5</p> <p>유형자산 48.3 <b>자기자본</b> 38.7</p> <p>관계기업 8.3 지배주주 자본 29.6 ※ 지배주주자본, 인수전 대비 30% 증가</p>
<p>[손익계산서, 2023년 기준] (단위 : 조원)</p> <p><b>매출액</b> 77.3</p> <p>정유 SK에너지(주) 47.5</p> <p>석화 SK지오센트릭(주) 10.7</p> <p>운활유 SK엔무브(주) 4.7</p> <p>자원개발 SK에스온(주) 1.1</p> <p>배터리 SK온(주) 12.9</p>		<p>[손익계산서, 2023년 기준] (단위 : 조원)</p> <p><b>매출액</b> 11.2</p> <p>도시가스 5.2</p> <p>LNG/전력 5.8</p> <p>광열/파주/여국 하남/위례/부산청관</p>		<p>[합산 손익계산서, 2023년 기준] (단위 : 조원)</p> <p><b>매출액</b> 88.4</p> <p>정유 SK에너지(주) 47.5</p> <p>석화 SK지오센트릭(주) 10.7</p> <p>운활유 SK엔무브(주) 4.7</p> <p>자원개발 SK에스온(주) 1.1</p> <p>배터리 SK온(주) 12.9</p> <p>도시가스 SK E&amp;S(주) 5.2</p> <p>LNG발전 SK E&amp;S(주) 5.8</p>
<p><b>영업이익</b> 1.9</p> <p>영업이익률 2.5%</p> <p>정유 SK에너지(주) 0.8</p> <p>석화 SK지오센트릭(주) 0.5</p> <p>운활유 SK엔무브(주) 1.0</p> <p>자원개발 SK에스온(주) 0.4</p> <p>배터리 SK온(주) -0.6</p>		<p><b>영업이익</b> 1.3</p> <p>영업이익률 11.9%</p>		<p><b>영업이익</b> 3.2</p> <p>영업이익률 3.7% ※ 영업이익, 인수전 대비 70% 증가</p> <p>정유 SK에너지(주) 0.8</p> <p>석화 SK지오센트릭(주) 0.5</p> <p>운활유 SK엔무브(주) 1.0</p> <p>자원개발 SK에스온(주) 0.4</p> <p>배터리 SK온(주) -0.6</p> <p>도시가스/LNG/발전 SK E&amp;S(주) 1.3</p>
<p><b>EBITDA</b> 3.4</p> <p>감가상각비 1.5</p> <p><b>지배주주 순이익</b> 0.3</p>		<p><b>EBITDA</b> 1.8</p> <p>감가상각비 0.4</p> <p><b>지배주주 순이익</b> 1.0</p>		<p><b>EBITDA</b> 5.2</p> <p>감가상각비 1.9</p> <p><b>지배주주 순이익</b> 1.2</p> <p>※ EBITDA, 인수전 대비 52% 증가</p> <p>※ 지배주주 순이익, 인수전 대비 372% 증가</p>
<p>[지분구성 및 주당 지표]</p> <p>발행주식수 (단위 : 주) 95,735,590</p> <p>자기주식수 521,165 1%</p> <p><b>SK(주)</b> 34,679,907 36%</p>		<p>[지분구성 및 주당 지표]</p> <p>발행주식수 (단위 : 주) 46,401,990</p> <p>자기주식수 0%</p> <p><b>SK(주)</b> 보통주 41,761,791 90%</p> <p>엠티플라임제1차, 보통주 4,640,199 10%</p> <p>KKR 우선주 5,344,293 2배로 보통주 전환가능</p>		<p>[지분구성 및 주당 지표]</p> <p>발행주식수 (단위 : 주) 151,034,776</p> <p>자기주식수 521,165 0.3%</p> <p><b>SK(주)</b> 보통주 84,449,175 56%</p> <p>엠티플라임제1차/2 보통주 5,529,919 3.7%</p> <p>KKR 우선주 6,369,017</p>
<p>지배주주 주당순이익(단위 : 원/주) 2,676</p> <p>지배주주 주당순자산(단위 : 원/주) 238,156</p> <p>주당 EBITDA (단위 : 원/주) 35,577</p>		<p>지배주주 주당순이익(단위 : 원/주) 20,562</p> <p>지배주주 주당순자산(단위 : 원/주) 146,332</p> <p>주당 EBITDA (단위 : 원/주) 38,132</p>		<p>지배주주 주당순이익(단위 : 원/주) 8,013 199% ※ 주당순이익 인수전 대비 199% 증가</p> <p>지배주주 주당순자산(단위 : 원/주) 195,916 -18% ※ 주당순자산 인수전 대비 △18% 감소</p> <p>주당 EBITDA (단위 : 원/주) 34,266 -4% ※ 주당EBITDA 인수전 대비 △4% 감소</p>

별첨) KKR 보유지분 : 상환전환우선주 2021.11월 ~ 2022.11월 인수 3.15조원, 5년뒤 우선주\*2배로 보통주 전환권  
보통주전환시 10,688,586 (중발행주식의 18.7%)  
KKR에서 평가한 100% SKE&S(주) 수익가치 16.8조원(보통주 18.7%에 대해 3.15조원 지불)

자료: 유안타증권 리서치센터

표 1. SK E&S(주) 통합전 SK이노베이션(주) 적정 주가 : 20 만원

	기준일 (2024.7월)	주요 내역								
(+) 영업 자산가치 (억원)	420,096 (배터리 흑자 가치 적용)	사업 부문	지분율	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	(참고)	할인율	적정사업가치(억원)
		▶정유부문	100%	11,887	3,051	14,938	7.5	← 호황사이클로 전환(기준 평균)	20%	89,630
		▶석화부문	100%	8,595	1,548	10,143	6.5	← 평균사이클로 전환(기준 약세)	20%	52,745
		▶윤활유부문	60%	5,544	818	6,362	11.5	←호황사이클 반영	20%	35,118
		▶자원개발부	100%	5,545		5,545	7.0	매장량 3.8억배럴 x 배럴당 8.5\$	20%	30,901
		▶배터리+분리막	가장 낙관적	2,065	11,693	13,757	25.0	낙관적(지주사할인 해소)→ (참고로, 2023년 Pre-Ipo에서 적용된 배터리 가치 22조원)	20%	211,701
		사업가치 합산		배터리 흑자전환 적용시 →						420,096
(+) 투자 자산가치 (억원)	23,896	투자자산 구성	지분율	순 자산(2023년 12월)	PBR(배)	적정 가치(억원)			비 고	
		Sinopec SK 우한	35%	9,093	0.5	4,547			중국 NCC업체	
		대한송유관공사	41%	3,186	0.5	1,593			국내 원유수송	
		전력비축유		677만배럴	배럴당 85\$	6,790				
		기타		21,933	0.5	10,967				
		합 계				23,896				
(-) 순차입금 (억원)	254,874									
	현금성 자산	*SK이노베이션(주) 현금 13.3조원								
	(-) 총차입금	*SK이노베이션(주) 차입금 34.9조원								
	(-) 탄소배출부담	연간배출량(톤)	탄소가격(\$/톤)	환율	연간 사회적부담액	WACC	현재가치 환산액			
		11,177,366	20	1250	2,794	7.50%	37,258			
보통주 주주가치(A, 1주당)	189,118									
발행주식수(B, 주)	95,214,425	총발행주식수 95,735,590주 - 자사주 521,165주								
보통주 1주당 가치(원/주)	200,000									

자료: 유안타증권 리서치센터

표 2. SK E&S(주) 통합 주주총회 통과후, SK이노베이션(주) 적정 주가 : 16 만원 (보통주 주주가치 27% 증가하지만, 발행주식수 58% 증가로 희석화 발생)

	기준일 (2024.7월)	주요 내역								
(+) 영업자산가치 (억원)	511,445 (배터리 흑자가치 적용)	사업 부문	지분율	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	(참고)	할인율	적정사업가치(억원)
		▶정유부문	100%	11,887	3,051	14,938	7.5	← 호황사이클로 전환(기준 평균)	20%	89,630
		▶석화부문	100%	8,595	1,548	10,143	6.5	← 평균사이클로 전환(기준 약세)	20%	52,745
		▶윤활유부문	60%	5,544	818	6,362	11.5	← 호황사이클 반영	20%	35,118
		▶자원개발부	100%	5,545		5,545	7.0	매장량 3.8억배럴 x 배럴당 8.5\$	20%	30,901
		▶ 배터리+분리막	가장 낙관적	2,065	11,693	13,757	25.0	낙관적(지주사할인 해소)→ (참고로, 2023년 Pre-IPO에서 적용된 배터리 가치 22조원)	20%	211,701
		▶ 도시가스/발전/LNG	100%	9,050	4,384	13,434	8.5	← 호황사이클 반영	20%	91,349
		사업가치 합산			배터리 흑자전환 적용시 →					511,445
(+) 투자자산가치 (억원)	23,896	투자자산 구성	지분율	순자산(2023년 12월)	PBR(배)	적정가치(억원)			비 고	
		Sinopec SK 우한	35%	9,093	0.5	4,547			중국 NCC업체	
		대한송유관공사	41%	3,186	0.5	1,593			국내 원유수송	
		전력비축유		677만배럴	배럴당 85\$	6,790				
		기타		21,933	0.5	10,967				
		합 계				23,896				
(-) 순차입금 (억원)	295,916									
현금성자산	165,623	*SK이노베이션(주) 현금 13.3조원 + SK E&S(주) 현금 3.2조원								
(-) 총차입금	415,208	*SK이노베이션(주) 차입금 34.9조원 + SK E&S(주) 현금 6.6조원								
(-) 탄소배출부담	44,458	연간배출량(톤)	탄소가격(\$/톤)	환율	연간 사회적부담액	WACC	현재가치 환산액			
		13,337,366	20	1250	3,334	7.50%	44,458			
		*SK이노베이션(주) 배출량 1,117만톤 + SK E&S(주) 배출량 216만톤								
보통주 주주가치(A, 1주당)	239,425									
발행주식수(B, 주)	150,513,611	총발행주식수 95,735,590주 - 자사주 521,165주 + SK E&S(주) 합병으로 증가하는 주식수				55,299,186				
보통주 1주당 가치(원/주)	160,000									

자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. SK 이노베이션주의 실적 추정치 : 2023년 영업이익 1.9조원 → [2024년 1분기 6,247억원 → 2분기 △249억원(△) → 2024년 예상 1.6조원(△) → 2025년 3.1조원(△)]

		2023				2024				연간실적										SK E&S 합병	
		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2016	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	
생산 Capa	석유정제	(만배럴/일)	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	
	석유화학 PX	(만톤)	83	83	83	83	83	83	83	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	
	석유화학 PE	(만톤)	26	26	26	26	26	26	26	26	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	
	자원개발 원유등가물 생산량	(만배럴/일)	5.5	5.5	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.2	6.0	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.6	6.0	6.0
	윤활기유	(만배럴/일)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	6.7	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
증대형전지	(GW)	22.4	22.4	22.4	22.4	29.9	37.4	37.4	37.4	0.8	0.9	1.0	2.9	4.7	20.3	34.7	69.7	89.4	142	184	
		미국 11.8GW				한국 300W														미국 3.4억㎡	
분리막	(억㎡)	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	4.7	2.1	2.1	2.1	3.2	4.8	6.1	12.0	15.4	15.4	16.3	27.4	
						올린터 3.4억㎡															
주요제품 가격																					
휘발유(자동차 연료)	\$/배럴	95.4	89.7	99.9	91.2	94.6	94.0	91.0	87.0	69.5	56.3	67.8	81.4	69.5	44.9	78.5	111.2	94.0	91.7	80.0	
경유(자동차 및 산업 연료)	\$/배럴	105.6	92.1	113.6	104.8	102.9	99.1	97.5	94.0	64.8	52.4	66.0	85.5	77.5	48.4	76.3	131.0	104.0	98.4	93.5	
등유(항공기 등)	\$/배럴	107.0	91.5	112.9	107.2	102.4	98.6	96.5	96.0	64.8	52.7	64.7	85.3	77.2	44.7	75.1	126.8	104.6	98.1	92.5	
B/C유(선박 및 화학발전 연료)	\$/배럴	64.2	69.0	81.7	72.6	71.6	80.2	77.0	72.0	45.3	35.5	49.4	66.0	57.7	39.2	64.5	82.5	71.9	75.2	55.0	
나프타(석화 원료)	\$/배럴	73.8	63.0	69.0	70.6	73.4	72.9	72.0	72.0	52.4	42.6	53.7	67.3	57.0	40.3	70.8	83.1	69.1	72.6	52.0	
두바이유(원재료)	\$/배럴	79.0	78.0	86.7	83.8	81.5	85.1	82.0	77.0	51.9	40.3	52.8	68.9	63.1	42.2	68.9	97.1	81.9	81.4	70.0	
에틸렌(기초유원)	\$/배럴	894	814	788	856	886	845	877	856	1,068	1,040	1,151	1,215	882	732	1,013	1,009	838	878	893	
PX(폴리에스터 원료)	\$/배럴	1,031	1,028	1,068	1,006	1,020	1,030	1,027	1,005	823	778	832	1,049	882	560	844	1,098	1,033	1,020	943	
부타디엔(합성고무 원료)	\$/배럴	1,173	898	914	1,052	1,288	1,536	1,577	1,285	861	1,062	1,486	1,414	1,053	711	1,014	1,109	1,009	1,421	1,043	
SM(IT 외장재 원료)	\$/배럴	1,115	1,024	1,066	1,060	1,108	1,178	1,177	1,185	1,098	1,024	1,221	1,301	979	733	1,160	1,209	1,064	1,162	993	
합성수지(포장재 등)	\$/배럴	1,026	958	954	965	991	1,020	1,083	1,065	1,174	1,218	1,282	1,217	992	926	1,225	1,167	976	1,040	903	
벤젠(IT외장재 원료)	\$/배럴	952	893	915	904	1,013	1,074	1,047	1,005	679	646	817	822	641	487	917	1,038	916	1,035	793	
자일렌(폴리에스터 원료)	\$/배럴	954	937	994	894	937	956	927	885	638	566	596	728	653	442	687	989	945	926	763	
프로판렌(자동차 배기 등 원료)	\$/배럴	935	818	797	836	828	842	877	875	788	713	880	1,038	882	801	1,013	1,002	846	855	763	
나프타(원재료)	\$/배럴	697	596	657	667	701	697	677	635	497	406	455	614	527	383	651	789	654	677	543	
윤활기유	\$/배럴	146	159	152	156	139	135	138	137	84	82	97	111	97	79	134	166	153	137	127	
배터리(파우치)	\$/톤	41,855	44,066	40,807	36,974	35,530	36,450	34,500	34,500	33,270	57,079	29,230	22,570	24,250	42,823	44,560	28,199	28,000	28,000	28,000	
양극재(원재료)	\$/톤	51,524	48,831	41,105	36,781	29,977	26,820	28,000	28,000	33,270	57,079	29,230	22,570	24,250	42,823	44,560	28,199	28,000	28,000	28,000	
인소흑연(원재료)	\$/톤	5,841	5,579	5,695	5,870	5,840	5,382	5,600	5,600	8,388	5,776	5,329	5,224	4,932	5,409	5,746	5,606	5,800	5,800	5,800	
분리막(원재료)	\$/톤	56,848	60,316	61,231	56,201	52,827	52,942	52,000	52,000	78,371	75,968	68,303	62,960	56,791	61,044	58,649	52,442	51,000	51,000	51,000	
환율	원/달러	1,277	1,316	1,313	1,322	1,329	1,370	1,380	1,380	1,134	1,161	1,131	1,100	1,165	1,180	1,144	1,282	1,307	1,365	1,300	
사업부문별 가격 및 스프레드																					
신기술정제마진(Datstream)	\$/배럴	8.2	4.0	9.7	5.0	7.3	3.6	5.5	6.4	7.6	6.1	7.1	5.9	3.7	0.4	3.5	10.8	6.7	5.7	6.4	
OSP(초경질 15%, 경질 25%, 중질 60%)	\$/배럴	4.4	2.6	3.0	3.6	2.5	1.4	2.0	1.7	-1.2	-2.0	-0.8	0.0	1.0	-0.5	1.5	4.6	3.4	1.9	2.4	
OSP 50% 반영후 신기술정제마진	\$/배럴	6.0	2.7	8.2	3.2	6.1	2.9	4.5	5.5	8.2	7.1	7.5	5.9	3.2	0.7	2.7	8.5	5.0	4.7	5.2	
석화마진(주력제품 기준 평균 스프레드)	\$/톤	312	371	338	235	303	339	359	373	335	389	398	398	377	223	270	294	329	343	339	
윤활기유 마진(윤활유-50%+B/C-0.5+등유)	\$/배럴	61	78	54	67	52	45	51	54	29	38	40	35	40	36	63	59	65	50	53	
배터리 스프레드	\$/톤	13,601	15,475	14,904	14,115	15,569	18,487	16,640	16,452	0	22,867	14,809	24,583	26,790	16,127	12,512	14,524	16,794	16,992	16,992	
(반동률, 전분기 대비)		0%	14%	-4%	-5%	11%	19%	-10%	-1%	-7%	-35%	66%	9%	-40%	-22%	16%	4%	1%	1%	1%	
배터리 스프레드(스택)	\$/톤	12,778	15,984	16,101	14,576	16,471	18,908	16,452	16,452	21,991	14,264	25,638	26,976	15,923	11,787	14,860	17,071	16,986	16,986	16,986	
배터리 원료 조달 시차	\$/톤	-823	508	1,197	461	872	421	-188	-	-1,168	-546	1,056	186	-203	-725	336	276	-6	-	-	
* 배터리 -45%+양극재-23%+인소흑연-8%+분리막																					
매출액																					
정유사업	억원	191,429	187,272	198,891	195,293	188,551	179,164	187,256	183,802	483,563	395,205	461,627	542,165	490,765	345,499	468,534	780,569	772,885	738,773	815,621	
석화사업	억원	116,069	107,429	123,228	128,770	128,780	120,624	120,122	113,829	352,997	283,698	333,368	391,935	358,168	226,390	295,971	525,817	475,496	483,355	397,322	
윤활유사업	억원	25,351	28,574	28,997	24,520	24,520	25,647	27,533	27,341	92,880	76,865	93,302	106,844	95,404	70,541	95,433	110,269	107,442	105,041	91,746	
E&P	억원	13,023	11,097	11,866	10,942	10,942	9,985	10,300	10,004	26,188	25,368	30,474	32,661	31,583	23,713	33,512	48,815	46,909	41,231	40,347	
배터리사업	억원	3,285	2,488	2,389	3,100	3,701	3,943	3,883	3,671	6,286	5,305	6,358	7,550	6,687	4,448	8,817	15,255	11,262	15,208	12,807	
분리막 등 기타	억원	33,053	36,961	31,727	27,231	16,838	14,960	21,171	24,600	1,457	3,482	6,903	16,102	30,398	76,177	128,972	77,569	145,400	127,999	145,400	
SK E&S(발전소/도시가스)	억원	648	723	684	730	3,770	4,005	4,237	4,357	4,315	4,403	3,236	2,785	16,369	12,999	111,000					
영업이익																					
원유정제고평가분 영업이익(E)	억원	3,750	-1,068	15,631	7,285	6,247	-249	4,170	5,672	19,796	32,283	32,218	21,032	12,663	-24,203	17,417	39,173	20,039	15,840	30,708	
정유사업	억원	5,925	-2,914	11,482	3,098	5,237	-1,449	4,570	5,972	26,098	28,481	30,144	20,478	11,401	-16,434	6,729	24,939	17,558	14,330	31,808	
석화사업	억원	2,748	-4,114	11,125	-1,652	5,911	1,355	1,188	311	12,845	9,133	15,021	7,132	4,503	-22,228	11,616	33,911	8,107	8,765	5,849	
윤활유사업	억원	1,089	1,702	2,370	4	1,245	1,489	1,758	2,095	4,310	9,187	13,772	11,175	7,066	-1,212	1,616	1,271	5,165	6,578	9,198	
E&P사업	억원	2,592	2,599	2,617	2,170	2,204	1,735	2,164	2,431	2,947	4,685	5,049	4,607	3,058	2,622	9,609	10,532	9,978	8,594	8,319	
배터리사업(미국 IRA 보조금 반영후)	억원	1,135	682	794	1,071	1,544	1,788	1,930	1,941	620	1,052	1,894	2,538	1,961	1,437	3,286	6,415	6,869	7,183	5,770	
분리막 등 기타	억원	-3,447	-1,315	-861	-181	-3,315	-5,953	-2,266	-1,508	-2,321	-3,175	-3,091	-4,265	-6,827	-9,912	-5,889	-13,042	-8,000	-13,042	-4,747	
※ 미국 IRA 생산보조금 최대치 추정	억원	-367	-622	-414	-681	-1,342	-703	-604	411					-557	-1,883	-3,044	-2,084	-2,238	6,319		
SK E&S(발전소/도시가스)	억원		1,670	2,099	2,410	385	936	1,171	1,596							6,179	4,088	6,524	8,991		
영업이익률																					
원유정제고평가분 영업이익률	%	2.0%	-0.6%	7.9%	0.4%	3.3%	-0.1%	2.2%	3.1%	4.1%	8.2%	7.0%	3.9%	2.5%	-7.0%	3.7%	5.0%	2.5%	2.1%	3.8%	
정유사업	%	3.1%	-1.6%	5.8%	1.5%	2.8%	-0.8%	2.4%	3.2%	5.4%	7.2%	6.5%	3.8%	2.3%	-4.8%	1.4%	3.1%	2.3%	1.9%	3.9%	
석화사업	%	2.4%	-3.8%	9.0%	-1.3%	4.6%	1.1%	1.0%	0.3%	3.6%	6.8%	4.5%	1.8%	1.3%	-9.8%	3.9%	6.4%	1.7%	1.8%	1.5%	
윤활유사업	%	4.3%	6.0%	8.2%	0.0%	5.1%	5.8%	6.4%	7.6%	4.6%	12.0%	14.7%	10.5%	7.4%	-1.7%	1.7%	1.2%	4.8%	6.3%	10.0%	
E&P사업	%	19.9%	23.4%	22.1%	19.8%	20.1%	18.0%	21.0%	24.3%	11.3%	18.5%	16.6%	14.1%	9.7%	11.1%	28.7%	21.1%	21.3%	20.8%	20.6%	
배터리사업(미국 IRA 보조금 반영후)	%	34.6%	27.4%	33.2%	34.5%	41.7%	44.8%	49.6%	52.9%	9.9%	19.8%	29.6%	33.6%	29.3%	32.3%	37.3%	42.1%	32.7%	47.2%	45.1%	
분리막 등 기타	%	-10.4%	-3.6%	-2.7%	-0.7%	-19.7%	-39.8%	-10.7%	-6.1%	-159.3%	-91.2%	-44.8%	-26.5%	-22.5%	-13.0%	-4.5%	-16.8%	-3.3%	-4.9%	-3.9%	
SK E&S(발전소/도시가스)	%	-56.7%	-86.0%	-60.5%	-93.3%	-35.6%	-17.6%														

## SK 이노베이션 (096770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	780,569	772,885	738,773	704,621	793,602
매출원가	710,297	722,745	685,864	647,416	728,955
매출총이익	70,272	50,140	52,909	57,205	64,647
판매비	31,099	37,272	37,454	35,488	39,970
영업이익	39,173	19,039	15,840	21,717	24,677
EBITDA	57,105	33,168	38,700	45,850	48,997
영업외손익	-10,572	-9,717	-13,236	-7,219	-11,821
외환관련손익	-2,559	-1,020	-1,913	1,210	744
이자손익	-4,404	-7,488	-9,513	-11,572	-13,210
관계기업관련손익	23	1,330	-398	431	621
기타	-3,632	-2,539	-1,412	2,712	24
법인세비용차감전순이익	28,602	9,322	2,605	14,498	12,856
법인세비용	9,650	3,773	1,661	3,474	3,073
계속사업순이익	18,952	5,549	944	11,023	9,783
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	18,952	5,549	944	11,023	9,783
지배지분순이익	15,690	2,563	702	7,619	6,513
포괄순이익	20,659	6,543	10,428	11,023	9,783
지배지분포괄이익	18,034	3,662	7,454	7,619	6,513

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	4,066	53,679	11,459	16,736	7,108
당기순이익	18,952	5,549	944	11,023	9,783
감가상각비	16,163	18,213	20,098	21,452	22,037
외환손익	-3,765	-1,950	1,306	-1,210	-744
중속, 관계기업관련손익	-23	-1,387	398	-431	-621
자산부채의 증감	-42,704	37,662	-8,584	-6,325	-13,536
기타현금흐름	15,442	-4,409	-2,703	-7,775	-9,811
투자활동 현금흐름	-51,233	-112,442	-88,880	-70,688	-71,536
투자자산	-7,098	-11,372	139	102	-280
유형자산 증가 (CAPEX)	-67,766	-112,381	-85,500	-72,000	-72,000
유형자산 감소	670	212	80	0	0
기타현금흐름	22,961	11,099	-3,599	1,210	744
재무활동 현금흐름	105,072	94,904	45,922	41,258	42,727
단기차입금	67,096	6,064	7,613	1,258	2,727
사채 및 장기차입금	31,512	30,931	39,568	40,000	40,000
자본	5,004	22,387	0	0	0
현금배당	-2,172	-3,139	-97	0	0
기타현금흐름	3,631	38,661	-1,163	0	0
연결범위변동 등 기타	2,649	-188	-12,081	12,812	19,085
현금의 증감	60,553	35,953	-43,580	117	-2,616
기초 현금	34,238	94,791	130,744	87,164	87,281
기말 현금	94,791	130,744	87,164	87,281	84,665
NOPLAT	39,173	19,039	15,840	21,717	24,677
FCF	-63,700	-58,702	-74,041	-55,264	-64,892

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

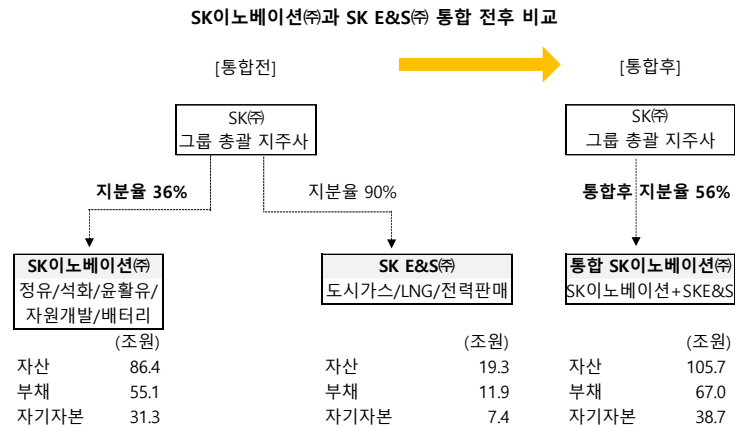
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	319,667	332,796	305,153	296,072	326,712
현금및현금성자산	94,791	130,744	87,164	87,281	84,665
매출채권 및 기타채권	80,952	78,186	85,857	84,159	101,658
재고자산	118,577	111,227	117,852	110,353	126,109
비유동자산	352,522	475,559	560,988	608,753	656,714
유형자산	251,106	358,434	443,005	493,552	543,516
관계기업 등 지분관련자산	47,717	60,493	62,694	62,694	62,694
기타투자자산	7,463	6,807	7,127	7,025	7,305
자산총계	672,189	808,355	866,141	904,825	983,425
유동부채	275,572	293,992	286,873	287,897	329,102
매입채무 및 기타채무	144,107	173,199	170,671	158,131	181,317
단기차입금	75,586	81,849	89,473	90,738	93,445
유동성장기부채	48,393	34,355	22,411	34,908	49,675
비유동부채	164,194	214,164	264,496	291,132	318,744
장기차입금	49,840	77,110	106,726	148,579	179,579
사채	84,197	100,037	122,818	108,469	102,701
부채총계	439,766	508,155	551,369	579,029	647,846
지배지분	196,516	222,027	229,246	236,865	243,378
자본금	4,686	5,095	5,095	5,095	5,095
자본잉여금	81,980	103,958	103,958	103,958	103,958
이익잉여금	115,797	112,528	105,391	113,009	119,522
비지배지분	35,907	78,173	85,526	88,931	92,201
자본총계	232,423	300,200	314,772	325,796	335,579
순차입금	161,894	175,233	267,011	308,152	353,495
총차입금	273,492	310,487	357,668	398,926	441,653

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	16,553	2,658	697	7,569	6,470
BPS	224,391	230,495	237,653	245,551	252,303
EBITDAPS	59,465	33,961	37,977	44,993	48,082
SPS	812,834	791,369	724,970	691,455	778,775
DPS	0	0	0	0	0
PER	11.6	62.3	171.7	15.8	18.5
PBR	0.9	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.7	12.4	12.1	11.2	11.5
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	66.6	-1.0	-4.4	-4.6	12.6
영업이익 증가율 (%)	124.9	-51.4	-16.8	37.1	13.6
지배순이익 증가율 (%)	437.2	-83.7	-72.6	985.5	-14.5
매출총이익률 (%)	9.0	6.5	7.2	8.1	8.1
영업이익률 (%)	5.0	2.5	2.1	3.1	3.1
지배순이익률 (%)	2.0	0.3	0.1	1.1	0.8
EBITDA 마진 (%)	7.3	4.3	5.2	6.5	6.2
ROIC	9.2	3.1	1.0	3.0	3.4
ROA	2.7	0.3	0.1	0.9	0.7
ROE	8.5	1.2	0.3	3.3	2.7
부채비율 (%)	189.2	169.3	175.2	177.7	193.1
순차입금/자기자본 (%)	82.4	78.9	116.5	130.1	145.2
영업이익/금융비용 (배)	6.1	1.7	1.2	1.5	1.5

## Key Chart

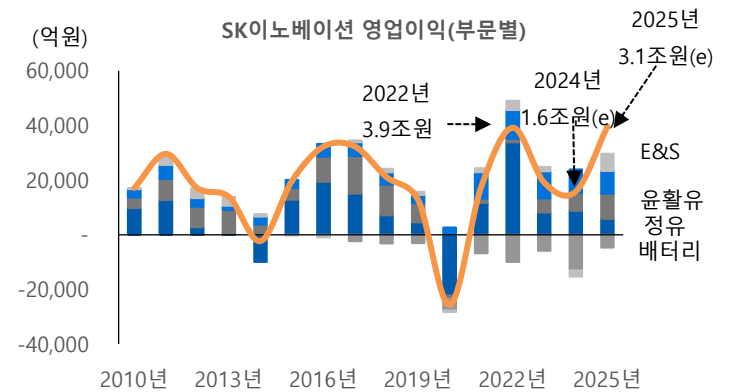
### SK이노베이션(주)과 SK E&S(주) 통합 전후 모습



자료: 유안타증권 리서치센터

### SK이노베이션(주)의 2025년 예상 영업이익 :

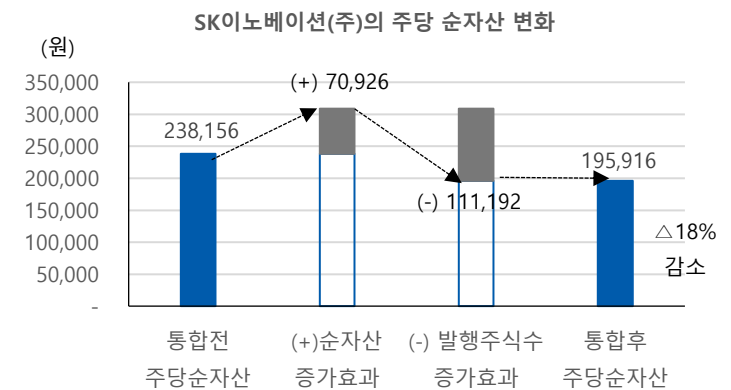
통합전 2.2조원 → SK E&S(주) 통합후 3.1조원



자료: 유안타증권 리서치센터

### 주당순자산 변동(2024년 1분기 기준):

통합전 238,156원 → SK E&S(주) 통합후 195,916원(△18% 감소)



자료: 유안타증권 리서치센터

## 유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	8위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+9점
E (Environment)	+2점
S (Social)	+3점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+3점

ESG 평가 기업	SK 이노베이션
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	096770 KS
Industry	정유/화학
Analyst	황규원
Analyst Contact	kyuwon.hwang@yuantakorea.com

## ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
SK 이노베이션	2	3	1	6
LG 화학	2	1	-1	2
SK 아이이테크놀로지	4	3	-1	6
롯데케미칼	2	1	-1	2
SKC	-4	3	3	2
S-Oil	-3	1	1	-1
한화솔루션	2	-1	-1	0
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 SK 이노베이션 포함 73 개 동종 업종 ESG 점수 반영

## ESG Qualitative 평가 점수

+4	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	S&P: DJSI Asia Pacific 5년 연속 편입, 한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A+
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 AA
+1	한국경영인인증원(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
-1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	SK 배터리 물적분할 논란 이후, 주주가치 제고 노력에 부진함
	LG와의 소송패소, SK 온 물적분할 등을 결정한 CEO 능력에 대한 의문이 남아 있음
	친환경 플라스틱 등 새로운 기술개발 진행은 긍정적임

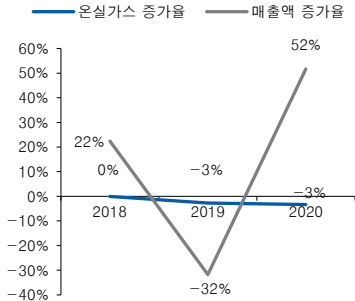
## 유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

## Environment



### 온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

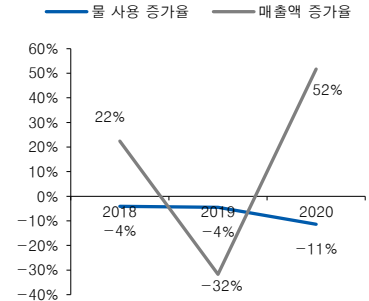


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준  
 ▶ 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

### 신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

### 물 사용량 vs. 매출액 증가율

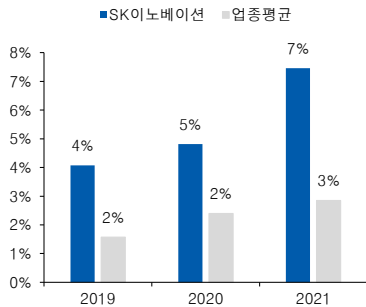


주: 국내 취수량 기준  
 ▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

## Social

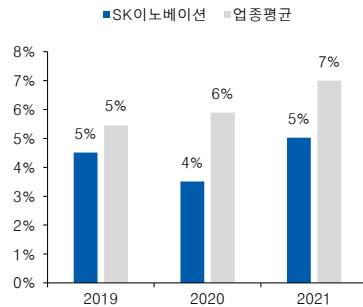


### 여성임원비율 vs. 업종 평균



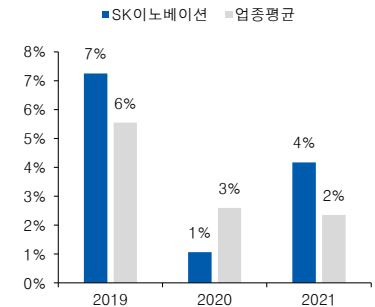
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영  
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

### 계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영  
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

### 사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

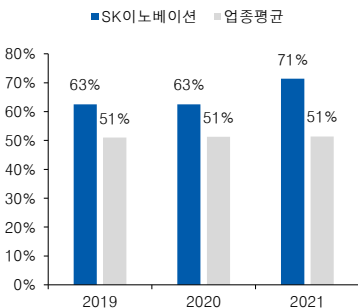


주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영  
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 상위 = +1점

## Governance

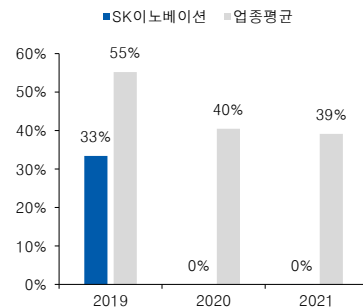


### 사외이사 비율 vs. 업종 평균



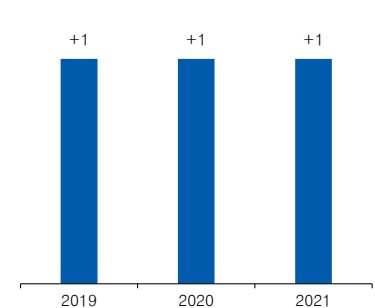
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영  
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

### 배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영  
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

### 대표이사의 이사회 의장 겸직 여부

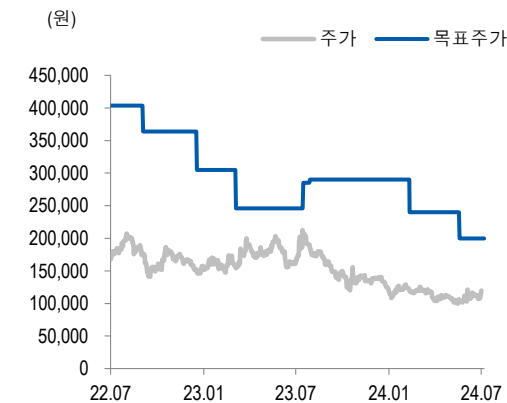


주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1  
 ▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터



## SK 이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-07-18	BUY	200,000	1년		
2024-06-04	BUY	200,000	1년		
2024-02-27	BUY	240,000	1년	-52.97	-47.67
2023-08-14	BUY	290,000	1년	-51.36	-37.93
2023-08-01	BUY	285,346	1년	-31.61	-27.63
2023-03-21	BUY	245,988	1년	-27.62	-13.60
2023-01-03	BUY	305,025	1년	-47.85	-42.97
2022-09-19	BUY	364,062	1년	-54.94	-48.78
2022-09-01	BUY	403,420	1년	-54.66	-53.05

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 × 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	83.8
Hold(중립)	16.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-07-17

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.