

SK 이노베이션 (096770/KS)

이익은 점진적 개선, 배터리 부진은 장기화

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 140,000 원(하향)

현재주가: 107,200 원

상승여력: 30.6%



Analyst
김도현

do.kim@sk.com
3773-9994

Company Data

발행주식수	15,103 만주
시가총액	10,263 십억원
주요주주	
SK(외10)	36.25%
국민연금공단	6.28%

Stock Data

주가(24/08/01)	107,200 원
KOSPI	2,777.68 pt
52주 최고가	206,500 원
52주 최저가	100,000 원
60일 평균 거래대금	88 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Review: SK 온 적자 확대, 정유/화학 감익

SK 이노베이션은 1Q24 매출액 18.8 조원(+0.4% YoY, -4.6% QoQ), 영업적자 458억원(적지 YoY, 적전 QoQ)을 기록했다. 정기보수 영향 및 정제마진 하락, SK 온 부진에 따라 적자 전환했다.

1) 석유사업: 2Q24 영업이익 1,442 억원(-75.6% QoQ)을 기록했다. 재고관련이익 반영에도 불구하고 정제마진 하락에 따라 1Q24 대비 감익을 기록했다.

2) 화학사업: 2Q24 영업이익 994 억원(-20.2% QoQ)을 기록했다. 2Q24 BZ Spread +15.6% QoQ, PX Spread +3.2% QoQ 기록하며 강세시황이 지속됐으나, 정기보수에 따른 기회비용 반영으로 전분기대비 감익을 기록했다.

3) 윤활유사업: 2Q24 영업이익 1,524 억원(-30.9% QoQ)을 기록했다. 유가 상승 등 영향에 따른 윤활기유 Spread 부진, 판매량 감소 등 영향으로 이익률 하락(2Q24 14.3% / 1Q24 19.4%)을 기록했다.

4) 석유개발사업: 2Q24 영업이익 1,421 억원(-8.0% QoQ)을 기록했다. 광구 생산량 확대에 따른 판매량은 전분기대비 소폭 증가했으나, 복합판매단가 하락, 원가 증가 등 영향으로 감익 기록했다.

5) SK 온: 2Q24 영업적자 4,601억원(적지 QoQ, -1,286억원 QoQ)을 기록하며 적자폭이 확대됐다. 미국지역 판매량은 1Q24대비 회복하며 AMPC는 증가했으나, 가동을 하락에 따른 고정비 부담 확대, 이반차 공장 신규 가동에 따른 초기비용 증가 등 영향으로 적자폭이 확대됐다.

SK 온 실적 부진의 장기화

3Q24 영업이익은 1,078 억원으로 흑자전환 가능할 것으로 예상된다. 실적은 2Q24 저점으로 점진적 회복하겠지만, 배터리 부진은 여전히 아쉽다. 3Q24 SK 온의 영업적자는 3,800 억원으로 추정된다. E&S 와의 합병은 재무적, 사업적 관점에서 긍정적이나 결국 SK 온의 펀더멘탈 회복이 중요할 것으로 생각된다. 실적추정치 하향 등 반영, 목표주가를 140,000 원으로 하향하며 투자 의견 '매수' 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	34,550	46,853	78,057	77,288	76,419	76,431
영업이익	십억원	-2,420	1,742	3,917	1,904	1,235	3,136
순이익(지배주주)	십억원	-2,173	292	1,569	256	-532	922
EPS	원	-22,767	2,586	16,339	2,515	-5,489	9,503
PER	배	-8.2	90.7	9.3	55.8	-19.5	11.3
PBR	배	1.1	1.2	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	-27.0	10.6	6.0	11.9	11.6	9.2
ROE	%	-13.6	1.8	8.5	12	-2.4	4.1

SK 이노베이션 실적추정치 변경 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	79,745	82,158	76,419	76,431	77,677	80,496	-1.6%	-5.0%
영업이익 (십억원)	2,879	4,419	1,235	3,136	1,729	3,059	-28.5%	2.5%
순이익 (십억원)	509	1,598	-532	922	166	990	-	-6.9%

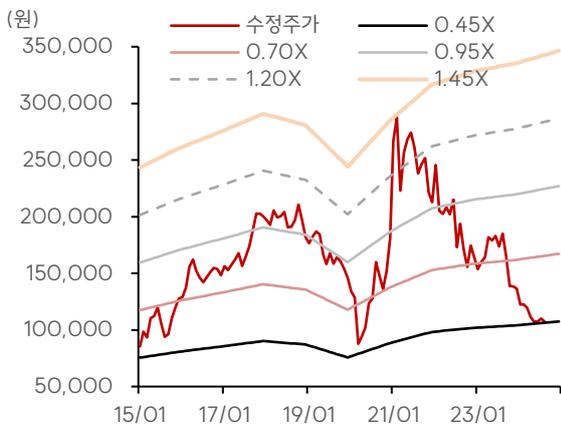
자료: SK 이노베이션, SK 증권

SK 이노베이션 Valuation Table

구분	24E EBITDA (십억원)	Target Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
석유사업	1,703.2	5.4	9,112.3	글로벌 정유업체 Multiple 평균
화학사업	843.7	5.8	4,851.5	글로벌 화학업체 Multiple 평균
윤활유사업	988.8	5.4	3,174.2	글로벌 정유업체 Multiple 평균
E&P	949.2	5.6	5,315.6	글로벌 E&P 업체 Multiple 평균
SK 온	1,457.7	11.9	6,210.2	SK 온 자본가치 고려 / 60% 할인
SKIET	-	-	714.2	SKIET 1M 평균 추가 기준
영업가치 (십억원)		29,378.0		
우선주 시가총액 (십억원)		102.5		1M 평균 추가 기준
순차입금 (십억원)		22,555.7		
투자자산 (십억원)		6,645.6		
적정가치 (십억원)		13,365.4		
발행주식수 (천주)		95,736		
적정주가 (원)		139,607		
T.P (원)		140,000		
Upside (%)		30.6%		

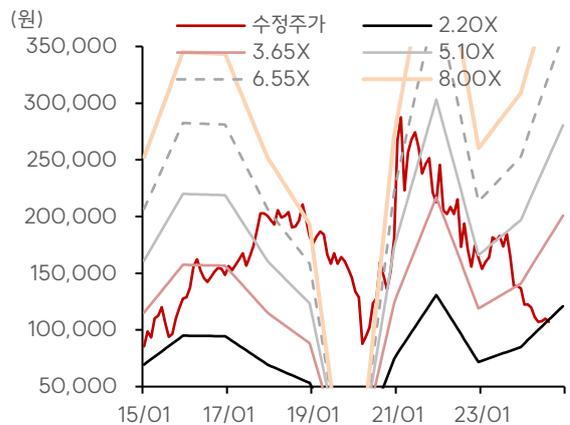
자료: SK 이노베이션, SK 증권

SK 이노베이션 PBR Band Chart



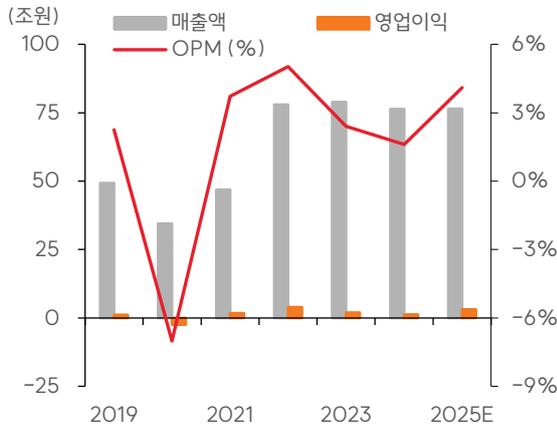
자료: FnGuide, SK 증권

SK 이노베이션 EV/EBITDA Band Chart



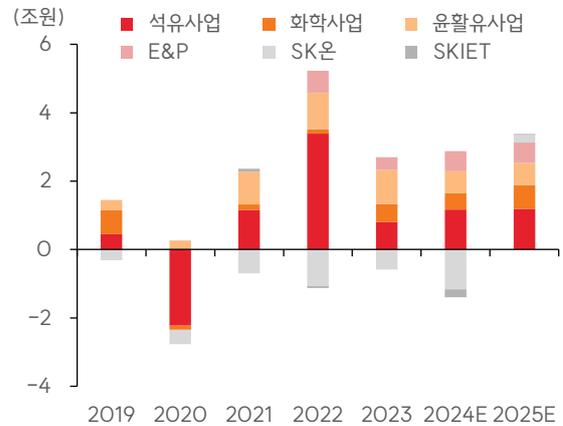
자료: FnGuide, SK 증권

SK 이노베이션 실적 추이 및 전망



자료: SK 이노베이션, SK 증권

SK 이노베이션 부문별 이익 추이 및 전망



자료: SK 이노베이션, SK 증권

SK 이노베이션 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액 (십억원)	19,142.9	18,727.2	21,549.8	19,529.3	18,855.1	18,799.1	19,404.4	19,360.0	78,949.2	76,418.6	76,431.3
석유사업	11,606.9	10,742.9	13,728.4	12,878.0	12,854.8	13,164.0	13,237.5	12,945.7	48,956.2	52,202.0	49,572.4
화학사업	2,535.1	2,857.4	2,940.6	2,452.0	2,759.0	2,594.0	2,887.9	2,869.0	10,785.1	11,109.9	12,089.1
운할유사업	1,302.3	1,109.7	1,211.2	1,094.2	1,137.3	1,062.5	1,149.6	1,150.1	4,717.4	4,499.5	4,517.3
E&P	328.5	248.8	238.9	310.0	370.1	371.9	378.0	367.8	1,126.2	1,487.7	1,446.4
SK 온	3,305.3	3,696.1	3,244.9	2,723.1	1,683.6	1,553.5	1,695.6	1,969.4	12,969.5	6,902.1	8,531.5
SKIET / 기타	64.8	72.3	185.7	72.0	50.3	53.2	55.9	58.0	394.7	217.4	274.6
YoY (%)	17.7%	-5.9%	-5.3%	2.1%	-1.5%	0.4%	-10.0%	-0.9%	1.1%	-3.2%	0.0%
QoQ (%)	0.0%	-2.2%	15.1%	-9.4%	-3.5%	-0.3%	3.2%	-0.2%	-	-	-
영업이익 (십억원)	375.0	-106.8	1,563.1	72.6	624.7	-45.8	107.8	548.6	1,903.9	1,235.3	3,136.0
석유사업	274.8	-411.2	1,112.5	-165.2	591.1	144.2	190.4	242.8	810.9	1,168.5	1,186.5
화학사업	108.9	170.2	237.0	0.4	124.5	99.4	135.8	127.5	516.5	487.3	694.2
운할유사업	259.2	259.9	261.7	217.0	220.4	152.4	138.2	121.4	997.8	632.4	651.0
E&P	113.5	68.2	79.4	107.1	154.4	142.1	145.5	150.7	368.2	592.7	600.7
SK 온	-344.9	-132.2	-86.1	-18.6	-331.5	-460.1	-380.0	13.7	-581.8	-1,157.9	225.6
SKIET / 기타	-36.5	-61.7	-41.4	-68.1	-134.2	-123.8	-122.1	-107.6	-207.7	-487.7	-221.9
YoY (%)	-77.3%	적전	122.0%	흑전	66.6%	적지	-93.1%	655.6%	-51.4%	-35.1%	153.9%
QoQ (%)	흑전	적전	흑전	-95.4%	760.5%	적전	흑전	409.0%	-	-	-
OPM (%)	2.0%	-0.6%	7.3%	0.4%	3.3%	-0.2%	0.6%	2.8%	2.4%	1.6%	4.1%
석유사업	2.4%	-3.8%	8.1%	-1.3%	4.6%	1.1%	1.4%	1.9%	1.7%	2.2%	2.4%
화학사업	4.3%	6.0%	8.1%	0.0%	4.5%	3.8%	4.7%	4.4%	4.8%	4.4%	5.7%
운할유사업	19.9%	23.4%	21.6%	19.8%	19.4%	14.3%	12.0%	10.6%	21.2%	14.1%	14.4%
E&P	34.6%	27.4%	33.2%	34.5%	41.7%	38.2%	38.5%	41.0%	32.7%	39.8%	41.5%
SK 온	-10.4%	-3.6%	-2.7%	-0.7%	-19.7%	-29.6%	-22.4%	0.7%	-4.5%	-16.8%	2.6%
SKIET / 기타	-56.3%	-85.3%	-22.3%	-94.6%	-266.8%	-232.7%	-218.5%	-185.4%	-52.6%	-224.3%	-80.8%
순이익 (십억원)	-52.0	-120.4	729.6	-2.3	-97.6	-639.7	-128.3	286.7	554.9	-578.9	1,187.6
지배주주	-131.1	-222.1	691.3	-81.8	-72.6	-572.9	-95.6	208.8	256.3	-532.4	921.7
순이익률 (%)	-0.3%	-0.6%	3.4%	-0.0%	-0.5%	-3.4%	-0.7%	1.5%	0.7%	-0.8%	1.6%

자료: SK 이노베이션, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	21,482	31,967	33,280	30,781	32,808
현금및현금성자산	3,424	9,479	13,074	11,380	9,887
매출채권 및 기타채권	5,130	8,095	7,819	8,265	8,509
재고자산	7,849	11,858	11,123	8,510	11,809
비유동자산	28,063	35,252	47,556	56,147	58,952
장기금융자산	646	817	702	649	693
유형자산	19,337	25,111	35,843	44,614	47,525
무형자산	1,907	2,078	2,302	2,274	2,167
자산총계	49,545	67,219	80,836	86,927	91,760
유동부채	14,512	27,557	29,399	29,823	30,641
단기금융부채	2,716	12,434	11,637	12,138	13,138
매입채무 및 기타채무	8,201	11,900	14,841	17,170	16,951
단기충당부채	0	61	45	45	44
비유동부채	15,412	16,419	21,416	26,252	29,270
장기금융부채	14,772	14,915	19,412	24,242	27,285
장기매입채무 및 기타채무	58	57	24	46	46
장기충당부채	179	313	605	600	592
부채총계	29,924	43,977	50,816	56,075	59,910
지배주주지분	17,311	19,652	22,203	22,359	23,090
자본금	469	469	510	510	510
자본잉여금	7,698	8,198	10,396	10,396	10,396
기타자본구성요소	-1,555	-1,323	-833	-26	-26
자기주식	-1,559	-1,330	-878	-84	-84
이익잉여금	10,199	11,580	11,253	9,937	10,668
비지배주주지분	2,310	3,591	7,817	8,493	8,759
자본총계	19,621	23,242	30,020	30,852	31,849
부채외자본총계	49,545	67,219	80,836	86,927	91,760

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-495	407	5,368	3,317	651
당기순이익(손실)	489	1,895	555	-568	1,188
비현금성항목등	2,012	3,867	2,703	4,018	4,816
유형자산감가상각비	1,408	1,616	1,821	2,712	3,016
무형자산상각비	105	177	209	326	307
기타	499	2,074	673	980	1,493
운전자본감소(증가)	-2,585	-4,270	3,766	997	-3,790
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1,881	-2,424	162	143	-244
재고자산의감소(증가)	-4,126	-4,315	1,144	2,971	-3,299
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,550	-284	-1,897	-2,646	-219
기타	-673	-1,824	-2,498	-1,358	-2,042
법인세납부	-262	-739	-842	-228	-479
투자활동현금흐름	-4,111	-5,123	-11,244	-9,225	-6,080
금융자산의감소(증가)	-2,031	2,547	1,124	86	-42
유형자산의감소(증가)	-2,273	-6,710	-11,217	-9,557	-5,926
무형자산의감소(증가)	-78	-288	-218	-298	-200
기타	271	-672	-933	544	89
재무활동현금흐름	5,030	10,507	9,490	5,205	3,853
단기금융부채의증가(감소)	-724	6,884	610	950	1,001
장기금융부채의증가(감소)	2,317	2,135	2,518	3,560	3,043
자본의증가(감소)	1,756	500	2,239	0	0
배당금지급	-25	-217	-314	-10	-190
기타	1,706	1,205	4,438	705	-0
현금의 증가(감소)	483	6,055	3,595	-1,695	-1,493
기초현금	2,941	3,424	9,479	13,074	11,380
기말현금	3,424	9,479	13,074	11,380	9,887
FCF	-2,768	-6,303	-5,849	-6,240	-5,276

자료 : SK이노베이션, SK증권

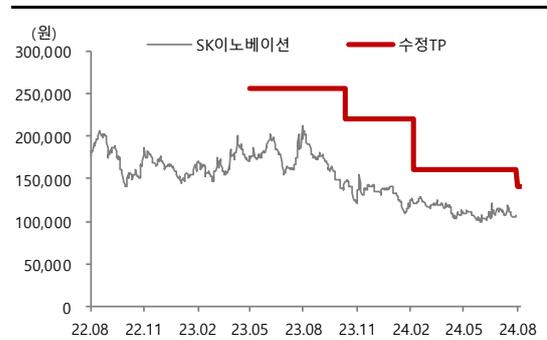
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	46,853	78,057	77,288	76,419	76,431
매출원가	42,672	71,030	72,274	72,601	72,127
매출총이익	4,181	7,027	5,014	3,817	4,304
매출총이익률(%)	89	90	65	50	56
판매비와 관리비	2,440	3,110	3,727	3,111	2,300
영업이익	1,742	3,917	1,904	1,235	3,136
영업이익률(%)	37	50	25	16	41
비영업손익	-923	-1,057	-972	-1,518	-1,469
순금융손익	-339	-440	-749	-858	-1,088
외환관련손익	-182	-256	-102	105	100
관계기업등 투자손익	437	2	133	-57	-36
세전계속사업이익	818	2,860	932	-283	1,667
세전계속사업이익률(%)	1.7	3.7	1.2	-0.4	2.2
계속사업법인세	374	965	377	285	479
계속사업이익	445	1,895	555	-568	1,188
중단사업이익	44	0	0	0	0
*법인세효과	17	0	0	0	0
당기순이익	489	1,895	555	-568	1,188
순이익률(%)	1.0	2.4	0.7	-0.7	1.6
지배주주	292	1,569	256	-532	922
지배주주귀속 순이익률(%)	0.6	2.0	0.3	-0.7	1.2
비지배주주	196	326	299	-35	266
총포괄이익	1,157	2,066	654	381	1,188
지배주주	938	1,803	366	270	841
비지배주주	219	262	288	111	346
EBITDA	3,255	5,710	3,317	3,744	5,328

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	35.6	66.6	-1.0	-1.1	0.0
영업이익	흑전	124.9	-51.4	-35.1	153.9
세전계속사업이익	흑전	249.5	-67.4	적전	흑전
EBITDA	흑전	75.4	-41.9	12.9	42.3
EPS	흑전	531.8	-84.6	적전	흑전
수익성 (%)					
ROA	1.1	3.2	0.7	-0.7	1.3
ROE	1.8	8.5	1.2	-2.4	4.1
EBITDA마진	6.9	7.3	4.3	4.9	7.0
안정성 (%)					
유동비율	148.0	116.0	113.2	103.2	107.1
부채비율	152.5	189.2	169.3	181.8	188.1
순차입금/자기자본	51.0	69.7	58.4	79.6	94.5
EBITDA/이자비용(배)	8.3	8.8	2.9	2.9	3.9
배당성향	0.0	0.0	0.0	-35.8	20.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,586	16,339	2,515	-5,489	9,503
BPS	196,503	218,491	226,492	231,412	238,952
CFPS	18,805	35,012	22,435	25,832	43,767
주당 현금배당금	0	0	0	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER	90.7	9.3	55.8	-19.5	11.3
PBR	1.2	0.7	0.6	0.5	0.4
PCR	12.5	4.3	6.3	4.1	2.4
EV/EBITDA	10.6	6.0	11.9	11.6	9.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	1.9	1.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.08.02	매수	140,000원	6개월		
2024.02.07	매수	160,000원	6개월	-29.67%	-19.44%
2023.10.13	매수	220,000원	6개월	-39.76%	-29.32%
2022.07.06	매수	255,827원	6개월	-32.98%	-16.92%



Compliance Notice

작성자(김도현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 02일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------