

2024. 10. 18



▲ 이차전지/석유화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 120,000 원
현재주가 (10/17) 112,100 원

상승여력 7.0%

KOSPI	2,609.30pt
시가총액	107,320억원
발행주식수	15,103만주
유동주식비율	62.13%
외국인비중	22.14%
52주 최고/최저가	155,500원/92,800원
평균거래대금	528.7억원

주요주주(%)	
SK 외 10 인	36.25
국민연금공단	6.36

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.3	7.0	-25.1
상대주가	-0.1	5.9	-29.3

주가그래프



SK이노베이션 096770

3Q24E: SK On 업황 변곡점 진입

- ✓ 3Q24E 영업적자 -4,332억원을 추정, 유가하락에 채고 및 저가법 손실 반영
- ✓ OPEC+의 연간 원유 수급 전망치 하향으로 원유/석유 수요 동향에 비관적 의견 지배적
- ✓ 그럼에도 기업가치 Discount 요인이던 SK On의 펀더멘털 변화 가시성을 주목할 필요
- ✓ 4Q24 미국 No.2 라인전환 및 가동률 회복, 유럽 완성차량 출하 증가 가능성을 배경
- ✓ 투자의견 Hold, 적정주가 12만원 유지. 향후 SK On 회복 가시성에 맞춰 의견 상향 가능

3Q24E Preview: 정유부문 업황 훼손에 분기 영업적자 지속

동사의 3Q24E 영업실적은 매출액 16.9조원, 영업적자 -4,332억원을 추정한다. 영업적자 전환 배경은 (1) 국제유가 및 정제마진 하락 전환(-14.0% QoQ, -12.8% QoQ), (2) 석유화학 아로마틱스 제품별 가격 둔화, (3) SK On 영업적자 지속이다. SK On은 미국 No.2 생산 라인 전환 작업 영향에 영업 레버리지 효과가 발생되지 않았을 점이다.

3Q24E SK On 업황 단기 변곡점 맞이

그간 SK On의 펀더멘털 부진 장기화에 SK이노베이션에 대한 부정적 투자의견을 견지했다. 단, 당분기 기점으로 SK On은 업황 변곡점을 맞이할 가능성이 있다. 총 설비 평균가동률 바닥국면, 이는 미국 No.2 생산라인 가동(고객사 현대/기아차), 헝가리는 유럽 완성차의 구매 움직임 재개 가능성에 기인한다. 고객사향 출하 정상화에 기반한 영업 레버리지 효과는 영업적자 축소 요인, 중장기 영업흑자 달성 가시성이 높아보인다.

SK On이 회복될 수 있다면 투자의견 상향 가능

현재는 기존의 투자의견 Hold와 적정주가 12만원을 유지한다. 투자의견 변화 가능성은 결국 SK E&S 합병보다 SK On 정상화 요인이다. 이차전지 업황 둔화에도 불구하고, SK On만의 추세적 펀더멘털 회복 가시성이 발현된다면 의견 상향이 가능하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	78,056.9	3,917.3	1,569.0	16,553	288.0	204,639	9.2	0.7	6.0	8.5	189.2
2023	77,288.5	1,903.9	256.3	2,658	-71.2	217,879	52.8	0.6	10.1	1.2	169.3
2024E	72,402.7	159.8	-1,251.3	-11,869	적전	144,593	-9.4	0.8	16.6	-5.7	171.1
2025E	84,373.6	2,151.9	558.4	3,697	흑전	148,260	30.3	0.8	12.2	2.5	198.3
2026E	92,960.6	3,476.6	1,199.6	7,943	114.8	156,137	14.1	0.7	9.8	5.2	216.2

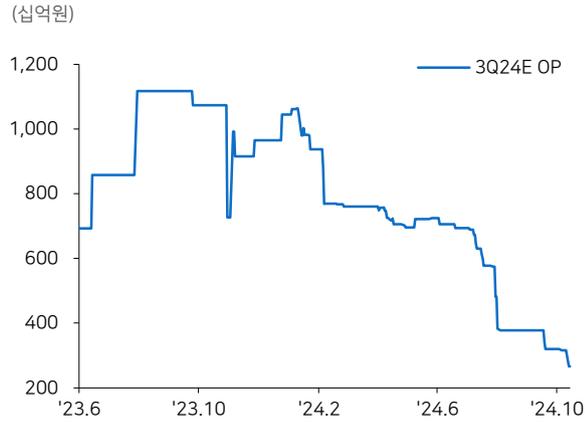
(십억원)	3Q24E	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	16,922.7	19,889.1	-14.9	18,799.1	-10.0	19,197.1	-11.8
영업이익	-433.2	1,563.1	적전	-45.8	적자확대	97.0	적전
세전이익	-668.1	1,086.3	적전	-527.6	적자확대	-208.5	적자확대
순이익(지배주주)	-439.8	691.3	적전	-572.9	적자축소	-106.8	적자확대
영업이익률(%)	-2.6	7.9		-0.2		0.5	
순이익률(%)	-2.6	3.5		-3.0		-0.6	

자료: SK이노베이션, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	18,855.1	18,799.1	16,922.7	17,825.7	20,905.0	21,605.4	20,473.2	21,390.0	72,402.7	84,373.6	92,960.6
석유	12,854.8	12,461.8	10,230.3	10,491.7	12,911.9	13,036.7	11,296.1	11,469.8	46,038.6	48,714.5	49,759.4
화학	2,759.0	2,525.0	3,183.9	3,447.5	3,400.9	3,576.0	3,607.1	3,557.6	11,915.5	14,141.6	14,866.2
루브리칸츠	1,137.3	1,114.7	1,190.4	1,190.7	1,178.1	1,177.2	1,175.1	1,172.9	4,633.1	4,703.3	4,676.5
SK IET	46.2	61.7	81.5	116.2	138.1	159.1	189.6	259.2	305.6	746.1	1,207.0
SK On	1,683.6	1,553.5	1,980.6	2,312.1	3,013.3	3,394.2	3,943.8	4,664.8	7,529.8	15,016.1	21,386.0
광구	370.1	371.9	256.0	267.4	262.7	262.1	261.5	265.7	1,265.5	1,052.0	1,065.5
영업이익	624.7	-45.8	-433.2	14.1	312.7	393.4	598.2	847.6	159.8	2,151.9	3,476.6
%OP	3.3%	-0.2%	-2.6%	0.1%	1.5%	1.8%	2.9%	4.0%	0.2%	2.6%	3.7%
석유	591.1	144.2	-363.3	-104.1	98.2	116.5	190.1	379.9	267.9	784.6	774.4
화학	124.5	99.4	-125.7	17.1	20.5	26.2	79.1	117.0	115.2	242.8	768.2
루브리칸츠	220.4	152.4	155.3	142.4	148.1	160.8	159.4	158.0	670.4	626.3	622.3
SK IET	-67.4	-58.7	-31.0	-29.0	-16.6	-9.5	-1.9	7.5	-186.1	-20.5	85.1
SK On	-331.5	-460.1	-297.2	-260.4	-235.5	-198.2	-132.4	-126.0	-1,349.1	-692.1	15.0
%OP	-19.7%	-29.6%	-15.0%	-11.3%	-7.8%	-5.8%	-3.4%	-2.7%	-17.9%	-4.6%	0.1%
AMPC 추정	38.5	111.9	167.31	183.9	235.0	234.8	241.1	247.4	501.6	958.3	956.0
SK On (AMPC 포함)	-293	-348.2	-129.9	-76.5	-0.6	36.6	108.7	121.4	-847.6	266.1	971.0
광구	154.4	142.1	61.4	64.2	63.0	62.9	62.8	63.8	422.1	252.5	255.7
세전이익	18.2	-527.6	-668.1	-252.3	19.2	77.4	265.9	485.2	-1,429.8	847.8	1,817.8
순이익(지배주주)	-72.6	-572.9	-439.8	-166.0	12.7	51.3	175.0	319.4	-1,251.3	558.4	1,199.6
%YoY											
매출액	-1.5	0.4	-14.9	-8.7	10.9	14.9	21.0	20.0	-6.3	16.5	10.2
영업이익	66.6	적자축소	적전	-80.6	-49.9	흑전	흑전	5,929.3	-91.6	1,246.9	61.6
세전이익	-88.4	적자확대	적전	적자확대	5.7	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	114.4
순이익(지배)	적자축소	적자확대	적전	적자확대	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	114.8
%QoQ											
매출액	-3.5	-0.3	-10.0	5.3	17.3	3.4	-5.2	4.5			
영업이익	760.3	적전	적자확대	흑전	2,124.5	25.8	52.0	41.7			
세전이익	흑전	적전	적자확대	적자축소	흑전	302.8	243.6	82.5			
순이익(지배)	적자축소	적자확대	적자축소	적자축소	흑전	302.8	241.3	82.5			

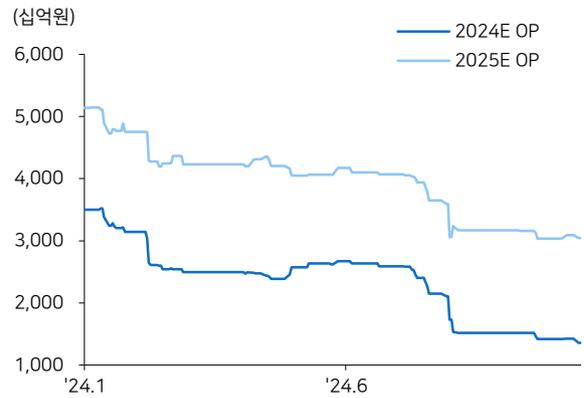
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 3Q24E 영업이익 컨센서스 추이



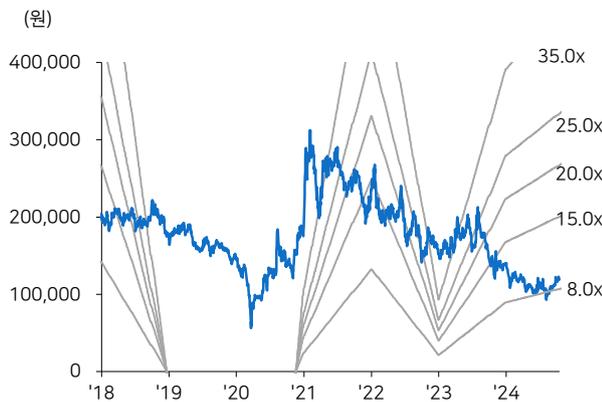
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 연간 영업이익 컨센서스 추이



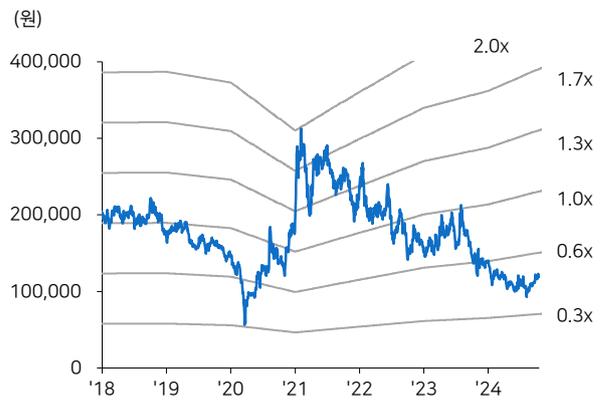
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드 차트



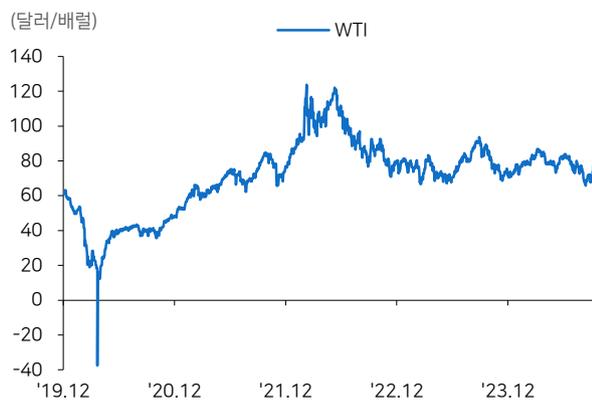
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드 차트



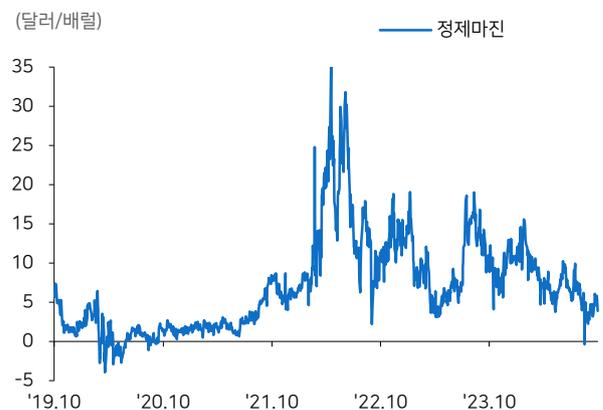
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 싱가포르 정제유가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	78,056.9	77,288.5	72,402.7	84,373.6	92,960.6
매출액증가율(%)	66.6	-1.0	-6.3	16.5	10.2
매출원가	71,029.7	72,274.5	69,368.8	79,395.6	86,369.0
매출총이익	7,027.2	5,014.0	3,033.8	4,978.1	6,591.6
판매관리비	3,109.9	3,727.2	3,024.4	2,826.1	3,115.0
영업이익	3,917.3	1,903.9	159.8	2,151.9	3,476.6
영업이익률(%)	5.0	1.7	0.0	2.6	3.7
금융손익	-1,009.6	-934.8	-1,566.3	-1,420.5	-1,775.1
중속/관계기업손익	2.3	133.0	68.3	295.0	295.0
기타영업외손익	-49.8	-170.0	-91.7	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	2,860.2	932.2	-1,429.9	866.4	1,836.5
법인세비용	965.0	377.3	-16.0	229.1	483.2
당기순이익	1,895.2	554.9	-1,413.8	623.6	1,339.5
지배주주지분 손이익	1,569.0	256.3	-1,251.3	558.4	1,199.6

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	31,966.7	33,279.6	29,873.6	29,726.8	30,314.9
현금및현금성자산	9,479.1	13,074.4	11,874.8	8,129.3	7,231.3
매출채권	6,278.8	5,929.4	4,993.5	5,992.0	6,404.3
재고자산	11,857.7	11,122.7	9,836.4	11,803.2	12,615.4
비유동자산	35,252.3	47,555.9	58,029.8	68,872.9	78,411.6
유형자산	25,110.6	35,843.4	46,169.6	55,996.3	65,231.6
무형자산	2,077.7	2,302.1	2,246.9	1,989.6	1,766.9
투자자산	5,518.0	6,730.1	6,880.9	8,154.6	8,680.6
자산총계	67,218.9	80,835.5	87,903.4	98,599.8	108,726.5
유동부채	27,557.2	29,399.2	30,783.2	37,851.4	43,551.5
매입채무	9,146.4	8,533.9	7,010.3	8,412.0	8,990.8
단기차입금	7,558.6	8,185.0	10,405.7	12,325.7	14,325.7
유동성장기부채	4,839.3	3,435.5	4,032.8	4,832.8	5,832.8
비유동부채	16,419.4	21,416.4	24,694.9	27,699.5	30,786.6
사채	8,419.7	10,003.7	10,699.2	11,299.2	12,019.2
장기차입금	4,984.0	7,711.0	10,360.9	12,360.9	14,560.9
부채총계	43,976.6	50,815.6	55,478.1	65,550.9	74,338.1
자본금	468.6	509.5	509.5	509.5	509.5
자본잉여금	8,198.0	10,395.8	10,407.1	10,407.1	10,407.1
기타포괄이익누계액	728.2	877.9	1,947.9	1,947.9	1,947.9
이익잉여금	11,579.7	11,252.8	9,194.0	9,752.4	10,952.0
비지배주주지분	3,590.7	7,817.3	10,406.2	10,471.4	10,611.3
자본총계	23,242.3	30,020.0	32,425.3	33,048.8	34,388.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	406.6	5,367.9	2,736.8	3,176.7	4,544.5
당기순이익(손실)	1,895.2	554.9	-1,413.8	623.6	1,339.5
유형자산상각비	1,616.3	1,821.3	2,338.8	2,253.3	2,964.7
무형자산상각비	176.8	208.7	310.7	257.3	222.7
운전자본의 증감	-4,270.4	3,766.2	1,491.1	42.5	17.6
투자활동 현금흐름	-5,123.3	-11,244.2	-11,070.4	-13,446.4	-12,764.3
유형자산의증가(CAPEX)	-6,776.6	-11,238.1	-11,337.0	-12,080.0	-12,200.0
투자자산의감소(증가)	-586.1	-1,079.0	-232.5	-1,273.7	-526.0
재무활동 현금흐름	10,507.2	9,490.5	6,803.4	6,524.2	7,321.8
차입금의 증감	9,860.8	3,699.5	6,682.4	6,524.2	7,321.8
자본의 증가	500.4	2,238.7	11.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6,055.3	3,595.3	-1,199.7	-3,745.4	-898.0
기초현금	3,423.8	9,479.1	13,074.4	11,874.8	8,129.3
기말현금	9,479.1	13,074.4	11,874.8	8,129.3	7,231.3

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	823,541	801,616	686,753	558,637	615,491
EPS(지배주주)	16,553	2,658	-11,869	3,697	7,943
CFPS	60,791	33,786	23,148	31,770	45,022
EBITDAPS	60,249	40,801	26,647	30,871	44,122
BPS	204,639	217,879	144,593	148,260	156,137
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	9.2	52.8	-9.4	30.3	14.1
PCR	2.5	4.2	4.8	3.5	2.5
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7
EBITDA(십억원)	5,710.5	3,933.9	2,809.3	4,662.5	6,664.0
EV/EBITDA	6.0	10.1	16.6	12.2	9.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.5	1.2	-5.7	2.5	5.2
EBITDA 이익률	7.3	5.1	3.9	5.5	7.2
부채비율	189.2	169.3	171.1	198.3	216.2
금융비용부담률	0.8	1.5	2.0	2.0	2.2
이자보상배율(x)	6.1	1.7	0.1	1.2	1.7
매출채권회전율(x)	14.8	12.7	13.3	15.4	15.0
재고자산회전율(x)	7.9	6.7	6.9	7.8	7.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.10.12	산업브리프	Buy	290,266	노우호	-43.8	-35.8	
2023.02.06	Indepth	Buy	245,988	노우호	-33.3	-20.9	
2023.04.11	기업브리프	Buy	285,346	노우호	-37.3	-28.8	
2023.07.31	기업브리프	Buy	245,988	노우호	-27.7	-13.6	
2023.09.26	기업브리프	Buy	210,000	노우호	-35.5	-26.0	
2024.01.24	기업브리프	Buy	170,000	노우호	-30.1	-25.2	
2024.02.07	기업브리프	Buy	150,000	노우호	-19.4	-14.1	
2024.04.03	기업브리프	Hold	140,000	노우호	-22.4	-14.4	
2024.06.05	산업분석	Hold	130,000	노우호	-16.1	-6.9	
2024.08.02	기업브리프	Hold	120,000	노우호	-	-	