

# SK이노베이션 (096770)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**180,000**

유지

현재주가

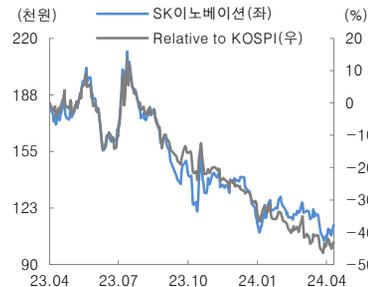
**112,700**

(24.04.29)

정유업종

KOSPI	2687.44
시가총액	10,888십억원
시가총액비중	0.50%
자본금(보통주)	479십억원
52주 최고/최저	212,534원 / 103,800원
120일 평균거래대금	561억원
외국인지분율	22.90%
주요주주	SK 외 10 인 36.25% 국민연금공단 7.58%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	-6.3	-9.3	-33.8
상대수익률	-0.7	-12.8	-22.3	-38.4



## 전통 에너지가 이끈 호실적

- 정유부문 이익 호조로 1Q24 OP 6,247억원, 시장기대치 +57% 상회
- SKBA 가동률 하락에 따른 AMPC 축소(QoQ -84%)로 SK온 적자확대
- 정유부문 실적 단기 조정은 불가피하나, SK온 적자규모 점진적 축소 전망

### 투자 의견 매수, 목표주가 180,000원 유지

SOTP 방식으로 산출. 정유부문 9.8조원, 화학 4.5조원, 유탄기유 4.1조원, E&P 5.7조원 반영. 정유화학 부문 실적 추정치 상향 조정하며 기존 목표주가 유지

### 1Q24 Review: OP 6,247억원(QoQ +761%), 컨센서스 +57% 상회

2차전지(SK온/SKIET) 관련 사업부문 실적은 부진하였으나 석유사업(정유/화학/유탄기유/E&P) 이익 호조로 시장 기대치 상회. 동사의 **정유 부문** OP 5,911억원(QoQ +7,563억원)으로 전분기 대비 실적 대폭 개선. 이는 정제마진 강세(1Q24 추정 7.5달러/배럴, QoQ +6달러) 및 재고관련이익(1,600억원)에 기인. **화학 부문** OP 1,245억원으로 QoQ +1,240억원 개선. NCC 정기보수 종료에 따른 판매 물량 증가, 벤젠 스프레드 개선(303.2달러/톤, QoQ +36.1%)에 기인. **E&P 사업** 부 중국 17-03 광구 생산량 확대로 실적 개선세 지속. **SK온** 매출액 1.68조(QoQ -38.2%, YoY -49.1%), OP -3,315억원(적자지속) 기록. 이는 전방 고객사 재고조정에 따른 SKBA 판매량 감소(QoQ -20%)로 AMPC 대폭 축소(385억원, QoQ -84%) 및 판가하락(QoQ -10%)에 기인.

### 정유부문 실적 단기 조정 전망하나, 배터리 부문 적자폭 축소 전망

동사의 2Q24 정유부문 OP 3,417억원(QoQ -42.2%) 전망. 24년 3월 이후 중국 석유제품 수출량 급격히 증가(455만톤, MoM +58%, YoY +37%)하며 등/경유 마진 단기 조정 불가피. 단, 글로벌 석유제품의 낮은 재고량(5개년 평균치 대비 -5.3%) 유지되는 가운데 공급 차질에 따른 마진 반등 개연성 높다고 판단.

배터리부문 1Q를 저점으로 적자폭 축소 전망. 헝가리 3공장(1Q24, 30GW), 중국 SKOY(2Q24, 33GW) 공장 신규 가동에 따른 비용 발생 가능성은 리스크 요소지만, 1) 고객사 대응을 위한 라인 전환 종료로 2Q 판매량 및 AMPC 금액 증가, 2) 가동률 상승에 따른 고정비용 감소로 실적은 저점을 통과한 것으로 판단

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24		2Q24					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	19,143	19,529	19,389	18,855	-1.5	-3.5	18,637	18,656	-1	-1.1
영업이익	375	-168	413	625	66.6	흑전	397	558	흑전	-10
순이익	-131	-82	32	38	흑전	흑전	109	29	흑전	-23

자료: SK이노베이션, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	78,057	77,288	75,589	74,853	74,853
영업이익	3,917	1,904	2,796	3,941	3,941
지배지분순이익	1,569	256	639	1,268	1,429
PER	9.3	53.5	18.0	9.0	8.0
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
ROE	8.5	1.2	2.8	5.4	5.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: SK이노베이션, 대신증권 Research Center

표 1. SK 이노베이션 분기별 이익추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>19,142.9</b>	<b>18,727.3</b>	<b>19,889.1</b>	<b>19,529.3</b>	<b>18,855.1</b>	<b>18,655.6</b>	<b>19,164.2</b>	<b>18,913.8</b>	<b>77,288.5</b>	<b>75,588.7</b>	<b>74,853.3</b>
정유	11,606.9	10,742.9	12,322.8	12,878.0	12,854.8	12,399.3	12,511.5	11,910.8	47,550.6	49,676.4	42,599.6
석유화학	2,535.1	2,857.4	2,899.7	2,452.0	2,759.0	2,900.6	2,972.0	2,936.5	10,744.2	11,568.0	11,541.5
윤활기유	1,302.3	1,109.7	1,186.6	1,094.2	1,137.3	817.2	799.3	784.7	4,692.8	3,538.6	2,995.4
배터리	3,305.3	3,696.1	3,172.7	2,723.1	1,683.6	2,063.1	2,381.7	2,795.1	12,897.2	8,923.5	15,824.9
기타(E&P,소재 등)	393.3	321.1	307.3	382.0	420.4	475.4	499.8	486.7	1,403.7	1,882.3	1,891.8
<b>영업이익</b>	<b>375.0</b>	<b>-106.8</b>	<b>1,563.1</b>	<b>72.6</b>	<b>624.7</b>	<b>558.2</b>	<b>771.2</b>	<b>842.3</b>	<b>1,903.9</b>	<b>2,796.4</b>	<b>3,941.0</b>
영업이익률(%)	2.0%	-0.6%	7.9%	0.4%	3.3%	3.0%	4.0%	4.5%	2.5%	3.7%	5.3%
<b>정유</b>	<b>274.8</b>	<b>-411.2</b>	<b>1,112.5</b>	<b>-165.2</b>	<b>591.1</b>	<b>341.7</b>	<b>378.2</b>	<b>347.5</b>	<b>810.9</b>	<b>1,658.6</b>	<b>1,194.6</b>
영업이익률(%)	2.4%	-3.8%	9.0%	-1.3%	4.6%	2.8%	3.0%	2.9%	1.7%	3.3%	2.8%
<b>석유화학</b>	<b>108.9</b>	<b>170.2</b>	<b>237.0</b>	<b>0.4</b>	<b>124.5</b>	<b>154.8</b>	<b>166.9</b>	<b>166.2</b>	<b>516.5</b>	<b>612.5</b>	<b>715.1</b>
영업이익률(%)	4.3%	6.0%	8.2%	0.0%	4.5%	5.3%	5.6%	5.7%	4.8%	5.3%	6.2%
<b>윤활기유</b>	<b>259.2</b>	<b>259.9</b>	<b>261.7</b>	<b>217.0</b>	<b>220.4</b>	<b>209.0</b>	<b>185.5</b>	<b>188.0</b>	<b>997.8</b>	<b>803.0</b>	<b>804.2</b>
영업이익률(%)	19.9%	23.4%	22.1%	19.8%	19.4%	25.6%	23.2%	24.0%	21.3%	22.7%	26.8%
<b>배터리</b>	<b>-344.7</b>	<b>-131.5</b>	<b>-86.1</b>	<b>-18.6</b>	<b>-331.5</b>	<b>-252.8</b>	<b>-68.3</b>	<b>37.2</b>	<b>-580.9</b>	<b>-615.4</b>	<b>871.3</b>
영업이익률(%)	-10.4%	-3.6%	-2.7%	-0.7%	-19.7%	-12.3%	-2.9%	1.3%	-4.5%	-6.9%	5.5%
<b>기타(E&amp;P,소재 등)</b>	<b>76.8</b>	<b>5.8</b>	<b>38.0</b>	<b>39.0</b>	<b>20.2</b>	<b>105.4</b>	<b>108.8</b>	<b>103.3</b>	<b>159.6</b>	<b>337.8</b>	<b>355.8</b>
영업이익률(%)	19.5%	1.8%	12.4%	10.2%	4.8%	22.2%	21.8%	21.2%	11.4%	17.9%	18.8%
<b>세전이익</b>	<b>156.3</b>	<b>-257.9</b>	<b>1,086.3</b>	<b>-52.6</b>	<b>18.2</b>	<b>85.7</b>	<b>643.2</b>	<b>662.6</b>	<b>932.2</b>	<b>1,409.6</b>	<b>2,447.4</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>-131.1</b>	<b>-222.1</b>	<b>691.3</b>	<b>-81.8</b>	<b>-81.8</b>	<b>44.4</b>	<b>333.4</b>	<b>343.4</b>	<b>256.3</b>	<b>639.4</b>	<b>1,268.4</b>
<b>% YoY</b>											
<b>매출액</b>	<b>17.7</b>	<b>-5.9</b>	<b>-12.6</b>	<b>2.1</b>	<b>-1.5</b>	<b>-0.4</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.2</b>	<b>-1.0</b>	<b>-2.2</b>	<b>-1.0</b>
정유	9.1	-23.4	-21.9	6.0	10.8	15.4	1.5	-7.5	-9.6	4.5	-14.2
석유화학	-9.7	-1.2	-0.4	1.5	8.8	1.5	2.5	19.8	-2.6	7.7	-0.2
윤활기유	24.9	-9.6	-16.1	-15.6	-12.7	-26.4	-32.6	-28.3	-5.8	-24.6	-15.4
배터리	162.3	187.0	44.6	-5.3	-49.1	-44.2	-24.9	2.6	69.3	-30.8	77.3
<b>영업이익</b>	<b>-77.3</b>	<b>적전</b>	<b>122.0</b>	<b>흑전</b>	<b>66.6</b>	<b>흑전</b>	<b>-50.7</b>	<b>1,059.8</b>	<b>-51.4</b>	<b>46.9</b>	<b>40.9</b>
정유	-81.8	적전	251.5	적지	115.1	흑전	-66.0	흑전	-76.1	104.5	-28.0
석유화학	249.0	123.9	118.8	흑전	14.3	-9.0	-29.6	41,454.9	303.4	18.6	16.8
윤활기유	22.5	1.8	-22.1	-19.2	-15.0	-19.6	-29.1	-13.4	-6.9	-19.5	0.1
배터리	적지	흑전	적지	적지	흑전						
<b>세전이익</b>	<b>-88.6</b>	<b>적전</b>	<b>258.0</b>	<b>적지</b>	<b>-88.4</b>	<b>흑전</b>	<b>-40.8</b>	<b>흑전</b>	<b>-67.4</b>	<b>51.2</b>	<b>73.6</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>적전</b>	<b>적전</b>	<b>823.8</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>흑전</b>	<b>-51.8</b>	<b>흑전</b>	<b>-83.7</b>	<b>149.5</b>	<b>98.4</b>
<b>% QoQ</b>											
<b>매출액</b>	<b>0.0</b>	<b>-2.2</b>	<b>6.2</b>	<b>-1.8</b>	<b>-3.5</b>	<b>-1.1</b>	<b>2.7</b>	<b>-1.3</b>			
정유	-4.5	-7.4	14.7	4.5	-0.2	-3.5	0.9	-4.8			
석유화학	4.9	12.7	1.5	-15.4	12.5	5.1	2.5	-1.2			
윤활기유	0.5	-14.8	6.9	-7.8	3.9	-28.1	-2.2	-1.8			
배터리	14.9	11.8	-14.2	-14.2	-38.2	22.5	15.4	17.4			
<b>영업이익</b>	<b>흑전</b>	<b>적전</b>	<b>흑전</b>	<b>-95.4</b>	<b>760.2</b>	<b>-10.6</b>	<b>38.2</b>	<b>9.2</b>			
정유	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-42.2	10.7	-8.1			
석유화학	흑전	56.3	39.2	-99.8	31,025.0	24.4	7.8	-0.4			
윤활기유	-3.4	0.3	0.7	-17.1	1.6	-5.2	-11.3	1.3			
배터리	적지	흑전									
<b>세전이익</b>	<b>흑전</b>	<b>적전</b>	<b>흑전</b>	<b>적전</b>	<b>흑전</b>	<b>371.4</b>	<b>650.8</b>	<b>3.0</b>			
<b>지배주주순이익</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>흑전</b>	<b>적전</b>	<b>적지</b>	<b>흑전</b>	<b>650.8</b>	<b>3.0</b>			

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	78,057	77,288	75,589	74,853	74,853
매출원가	71,030	72,274	69,072	67,192	67,192
매출총이익	7,027	5,014	6,517	7,661	7,661
판매비와관리비	3,110	3,727	3,721	3,720	3,720
영업이익	3,917	1,904	2,796	3,941	3,941
영업이익률	5.0	2.5	3.7	5.3	5.3
EBITDA	5,710	3,317	5,821	7,880	8,692
영업외손익	-1,057	-972	-1,387	-1,494	-1,673
관계기업손익	2	133	83	272	272
금융수익	7,097	5,243	3,106	2,279	2,279
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-8,107	-6,178	-4,485	-4,002	-4,181
외환관련손실	4,043	3,066	1,773	1,979	1,979
기타	-50	-170	-89	-43	-43
법인세비용차감전순이익	2,860	932	1,410	2,447	2,268
법인세비용	-965	-377	-646	-933	-865
계속사업순이익	1,895	555	763	1,514	1,403
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,895	555	763	1,514	1,403
당기순이익률	2.4	0.7	1.0	2.0	1.9
비배지분순이익	326	299	124	246	-26
지배지분순이익	1,569	256	639	1,268	1,429
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	17	10	10	10	10
포괄순이익	2,066	654	863	1,614	1,503
비배지분포괄이익	262	288	140	262	-28
지배지분포괄이익	1,803	366	723	1,352	1,531

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	16,339	2,624	6,547	13,079	14,737
PER	9.3	53.5	18.0	9.0	8.0
BPS	204,639	227,337	233,651	248,350	263,086
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EBITDAPS	59,465	33,961	59,608	81,247	89,619
EV/EBITDA	6.0	11.9	7.8	6.7	6.8
SPS	812,834	791,369	774,029	771,811	771,811
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
CFPS	60,001	33,355	59,178	90,460	98,832
DPS	0	0	0	0	0

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	66.6	-1.0	-2.2	-1.0	0.0
영업이익 증가율	124.9	-51.4	46.9	40.9	0.0
순이익 증가율	288.0	-70.7	37.6	98.4	-7.3
수익성					
ROC	8.0	2.7	3.0	4.2	3.7
ROA	6.7	2.6	3.3	4.3	3.9
ROE	8.5	1.2	2.8	5.4	5.8
안정성					
부채비율	189.2	169.3	186.8	196.4	204.0
순차입금비율	69.7	58.4	85.7	102.4	113.9
이자보상배율	6.1	1.7	2.6	3.2	2.8

자료: SK이노베이션, 대신증권 Research Center

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	31,967	33,280	31,487	30,833	31,289
현금및현금성자산	9,479	13,074	11,657	11,165	11,621
매출채권 및 기타채권	8,095	7,819	7,688	7,632	7,632
재고자산	11,858	11,123	10,878	10,772	10,772
기타유동자산	2,535	1,264	1,264	1,264	1,264
비유동자산	35,252	47,556	56,987	65,694	73,589
유형자산	25,111	35,843	44,216	51,658	58,273
관계기업투자금	4,772	6,049	7,289	8,717	10,146
기타비유동자산	5,370	5,663	5,483	5,319	5,170
자산총계	67,219	80,836	88,475	96,527	104,878
유동부채	27,557	29,399	33,776	38,259	42,823
매입채무 및 기타채무	14,411	17,320	17,132	17,051	17,051
차입금	7,559	8,185	7,885	7,585	7,285
유동상채무	4,839	3,435	8,300	13,164	18,028
기타유동부채	749	459	459	459	459
비유동부채	16,419	21,416	23,848	25,702	27,556
차입금	13,404	17,715	20,646	22,500	24,354
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3,016	3,702	3,202	3,202	3,202
부채총계	43,977	50,816	57,623	63,961	70,379
지배지분	19,652	22,203	22,818	24,086	25,515
자본금	469	510	485	485	485
자본잉여금	8,198	10,396	10,396	10,396	10,396
이익잉여금	11,580	11,253	11,892	13,161	14,590
기타지분변동	-595	45	45	45	45
비배지분	3,591	7,817	8,034	8,480	8,984
자본총계	23,242	30,020	30,851	32,566	34,499
순차입금	16,189	17,523	26,436	33,347	39,309

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	407	5,368	8,778	11,200	11,820
당기순이익	1,895	555	763	1,514	1,403
비현금항목의 가감	3,867	2,703	5,016	7,259	8,182
감가상각비	1,793	2,030	3,025	3,939	4,751
외환손익	-376	-195	558	1,421	1,421
지분법평가손익	-2	-133	0	0	0
기타	2,452	1,001	1,433	1,899	2,010
자산부채의 증감	-4,270	3,766	4,545	4,439	4,358
기타현금흐름	-1,085	-1,656	-1,546	-2,012	-2,123
투자활동 현금흐름	-5,123	-11,244	-12,251	-12,440	-12,440
투자자산	-725	-1,275	-1,239	-1,428	-1,428
유형자산	-6,710	-11,217	-11,217	-11,217	-11,217
기타	2,311	1,248	205	205	205
재무활동 현금흐름	10,507	9,490	12,674	11,622	11,622
단기차입금	6,884	610	-300	-300	-300
사채	2,415	2,854	2,854	1,854	1,854
장기차입금	0	0	77	0	0
유상증자	0	1,137	-25	0	0
현금배당	-217	-314	0	0	0
기타	1,426	5,203	10,067	10,067	10,067
현금의 증감	6,055	3,595	-1,417	-492	456
기초 현금	3,424	9,479	13,074	11,657	11,165
기말 현금	9,479	13,074	11,657	11,165	11,621
NOPLAT	2,596	1,133	1,514	2,439	2,439
FCF	-2,676	-8,293	-6,699	-4,861	-4,049

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 위정원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### SK이노베이션(096770) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.04.30	24.04.09	24.02.07	23.12.02	23.11.06	23.07.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	180,000	180,000	250,000	250,000	246,000
과리율(평균%)		(34.75)	(33.02)	(47.45)	(44.40)	(30.96)
과리율(최대/최소%)		(28.39)	(28.39)	(42.20)	(42.20)	(13.60)

제시일자	23.06.01	23.05.11	23.04.07	23.02.08	22.11.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	246,000	246,000	246,000	246,000	246,000
과리율(평균%)	(27.67)	(27.07)	(32.46)	(33.86)	(33.94)
과리율(최대/최소%)	(17.40)	(23.24)	(18.80)	(25.12)	(27.00)

제시일자	00.06.29
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240427)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.6%	6.4%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상