

2024. 7. 11



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

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 130,000 원
현재주가 (7.10) 108,300 원

상승여력 20.0%

KOSPI	2,867.99pt
시가총액	103,682억원
발행주식수	9,574만주
유동주식비율	62.13%
외국인비중	21.94%
52주 최고/최저가	212,534원/100,000원
평균거래대금	704.2억원

주요주주(%)	
SK 외 10 인	36.25
국민연금공단	6.28

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.9	-16.0	-32.5
상대주가	0.7	-25.5	-40.7

주가그래프



SK이노베이션 096770

배수의 진

- ✓ 지난 6월 SK그룹의 확대경영회의 이후 SK On 에 대한 자구책은 공개되지 않음
- ✓ 단, 언론보도된 SK이노베이션과 SK E&S간 합병 시나리오의 가시성은 높을 듯
- ✓ 합병 이후 에너지 기업으로 내재가치 개선 가능. 자회사 SK On 수혜로 귀결 가능성
- ✓ 결국 계열사간 합병 최종 목적은 SK On향 지원을 위한 밑그림으로 판단
- ✓ SK On이 처한 부정적 업황 전개로 어려워, SK이노베이션에 투자의견 Hold 유지

SK이노베이션-SK E&S 합병 추진 시나리오, 수혜 대상은 SK On 추정

SK그룹은 지난 6월 확대경영회의 이후 AI/반도체분야에 82조원의 투자 계획이 언론 공개되었다. 언론보도된 SK이노베이션 및 자회사 조정은 (1) SK이노베이션-SK E&S 합병, (2) 자회사 SK IoT 경영권 매각 등이다. 기존 SK E&S는 국내/외 LNG 사업 기반에 업황 변동성이 적고, 배당성향이 상대적으로 높았던 계열사이다. 양사 간 합병이 성사된다면 종합 에너지 기업으로 변모될 SK이노베이션의 NAV 개선 가능할 전망이다. 중단기 SK On의 수혜로 귀결될 가능성이 높고, Oil/Gas 사업 기반의 시너지는 중장기 시각으로 접근이 필요하다.

정체된 EV 업황 전개에 부정적 변수를 타개할 SK On의 돌파구는 미지수

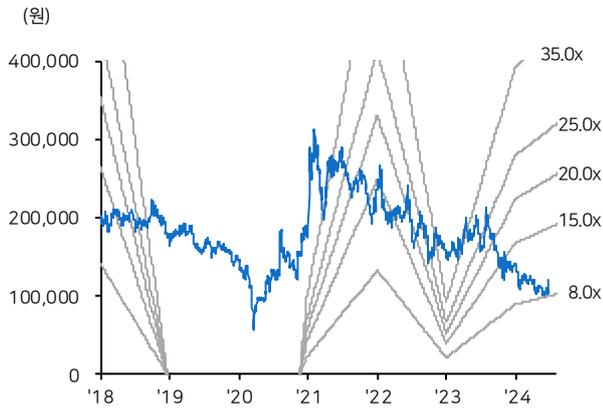
SK On을 둘러싼 대내/외 변수는 여전히 부정적이다. 당분기 영업실적은 미주 고객 사항 출하량 감소, 판매단가 하락 영향으로 매출액 1.5조원/영업적자 -3,020억원 (AMPC 제외 시 -4,822억원)을 추정, 영업적자 기초는 장기화될 전망이다. 또한 악화된 재무여력에 신규 자원 마련 여건도 낮아진 점도 부정적이다. 결국 모회사 및 기타 계열사에서의 지원이 유력해 보인다.

SK이노베이션에 긍정적 주가 평가는 다소 무리, 여전히 Hold 의견 유지

2024년 하반기 SK이노베이션만의 사업 경쟁력, 기업가치 제고 방안은 뚜렷하지 않다. 자회사 SK On의 사업 불확실성 해소가 없다면 모회사 SK이노베이션의 기업 가치 역시 현재 수준에서 큰 변화를 기대하기 어렵다. 투자의견 Hold, 적정주가 13 만원을 유지한다.

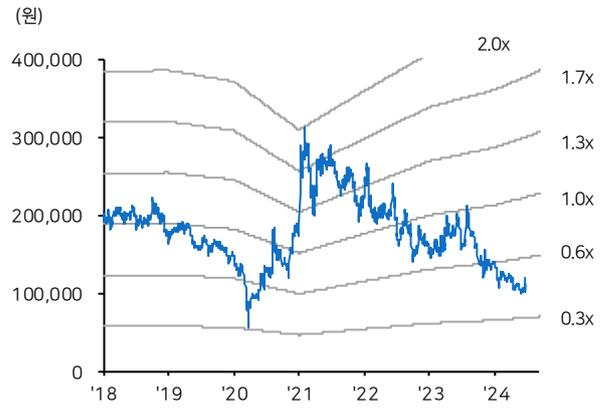
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	78,056.9	3,917.3	1,569.0	16,553	288.0	204,639	9.2	0.7	6.0	8.5	189.2
2023	77,288.5	1,903.9	256.3	2,658	-71.2	217,879	52.8	0.6	10.1	1.2	169.3
2024E	78,036.7	1,490.1	15.1	157	-96.3	236,290	692.0	0.5	11.0	0.1	192.0
2025E	88,457.3	2,387.8	616.1	6,435	4,012.6	242,642	16.8	0.4	11.4	2.7	216.3
2026E	95,022.0	3,052.8	783.9	8,189	27.2	250,725	13.2	0.4	10.3	3.3	234.9

그림1 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드 차트



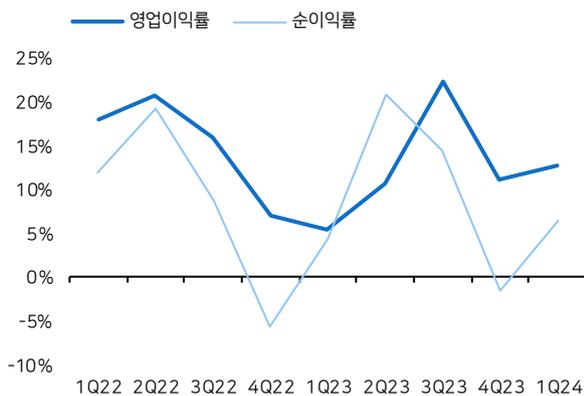
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 LNG 기업들의 Valuation Table

구분		PER (배)			PBR (배)			EV/EBITDA (배)			ROE		
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
LNG Downstream	CHENIERE ENERGY	4.3	20.1	16.5	9.5	9.6	7.2	7.14	10.42	9.6	836.9	42.1	51.3
	NEW FORTRESS ENERGY	9.0	10.8	6.1	2.6	2.1	1.5	9.40	9.20	7.7	34.7	17.1	9.5
LNG Import	BP PLC	7.4	7.5	6.6	1.4	1.3	1.2	3.41	3.47	3.5	20.2	17.5	17.1
	PETRONET LNG LTD	16.0	13.9	13.1	N/A	2.8	2.5	N/A	7.75	7.5	N/A	22.7	20.8
	CHUBU ELECTRIC POWER CO INC	25.9	4.0	8.4	0.7	0.6	0.5	16.54	8.38	11.9	1.7	16.0	6.2
	ENAGAS SA	12.3	14.5	16.4	1.2	1.3	1.4	9.92	10.26	10.8	10.1	8.9	8.3
	TOKYO ELECTRIC POWER COMPANY	N/A	5.1	5.8	0.6	0.5	0.4	59.93	14.21	12.2	5.0	8.5	7.8
	평균	12.5	10.8	10.4	2.7	2.6	2.1	N/A	9.1	9.0	N/A	19.0	17.3

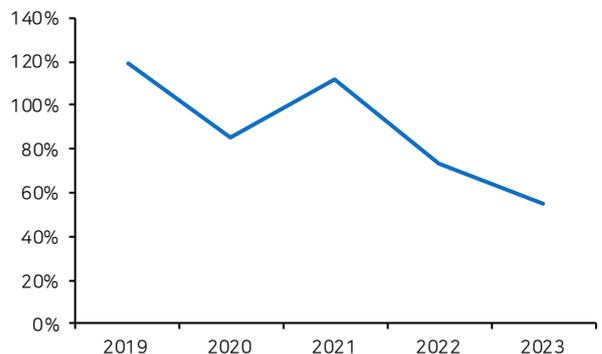
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK E&S의 이익률



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK E&S의 배당성향

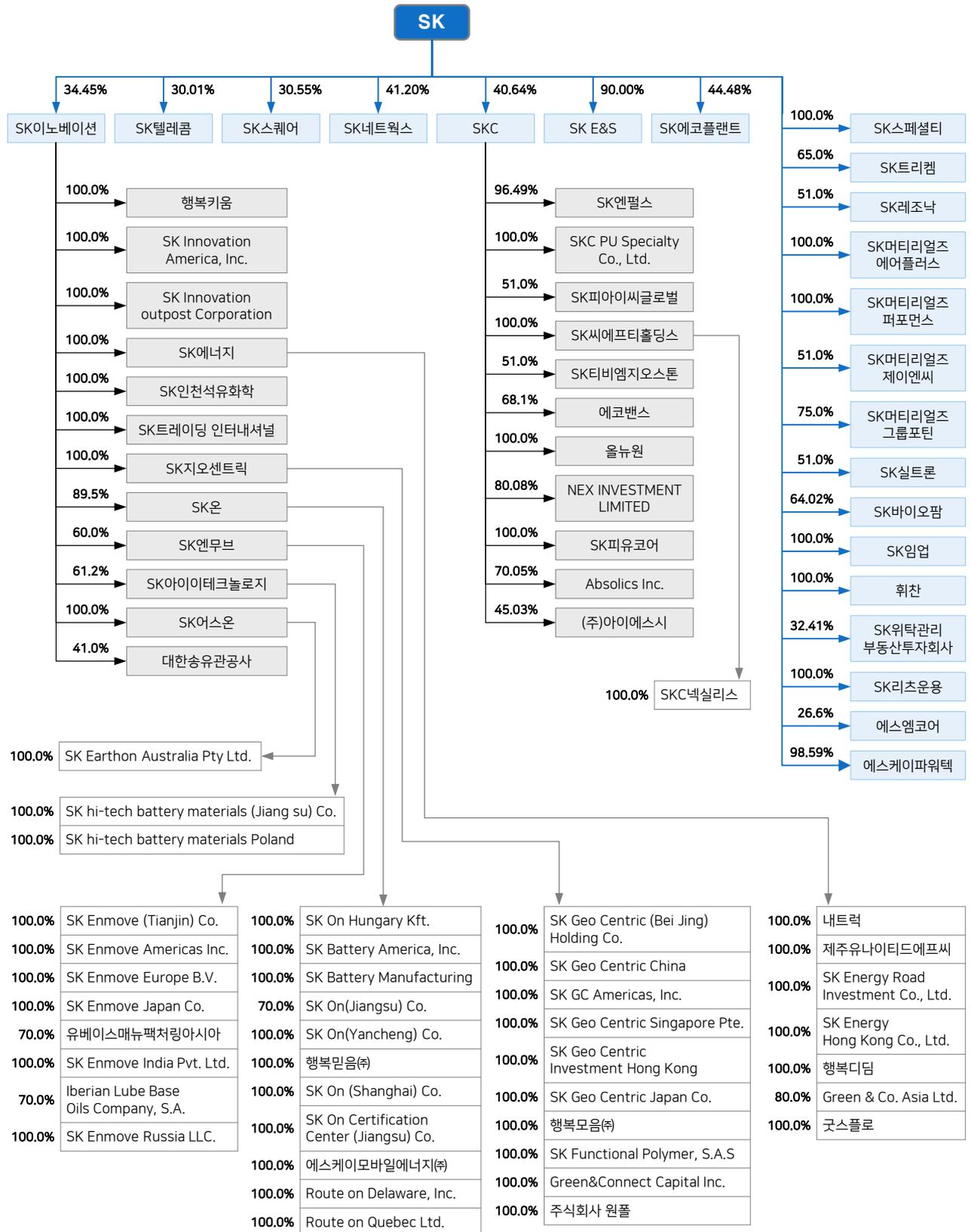


자료: 메리츠증권 리서치센터

SK이노베이션 분기별 실적 추정											
(십억원)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	18,855.1	20,607.3	19,204.2	19,370.1	22,050.1	22,866.9	21,560.8	21,979.5	78,036.7	88,457.3	95,022.0
석유	12,854.8	13,711.0	12,154.4	11,763.8	13,760.3	14,115.8	12,423.0	12,165.8	50,484.0	52,464.9	52,778.2
화학	2,759.0	3,801.5	3,339.1	3,500.9	3,504.2	3,618.8	3,614.2	3,530.5	13,400.4	14,267.7	14,231.9
루브리컨츠	1,137.3	1,211.0	1,218.8	1,216.6	1,203.7	1,202.8	1,201.9	1,201.0	4,783.7	4,809.3	4,746.1
SK IET	46.2	67.2	104.8	145.2	169.5	198.0	227.6	283.5	363.4	878.6	1,207.0
SK On	1,683.6	1,550.1	2,106.2	2,462.4	3,136.3	3,455.2	3,810.1	4,506.6	7,802.2	14,908.2	20,943.3
광구	370.1	266.5	280.9	281.2	276.2	276.4	284.0	291.9	1,198.8	1,128.5	1,115.5
영업이익	624.7	102.8	350.3	412.2	483.1	573.5	748.1	583.0	1,490.1	2,387.8	3,052.8
%OP	3.3%	0.5%	1.8%	2.1%	2.2%	2.5%	3.5%	2.7%	1.9%	2.7%	12.9%
석유	591.1	139.1	282.3	179.6	143.6	248.6	362.7	184.3	1,192.1	939.2	973.6
화학	124.5	15.1	25.9	18.1	78.2	90.2	111.9	124.7	183.7	404.9	321.2
루브리컨츠	220.4	234.4	246.4	245.9	233.0	232.8	232.6	232.4	947.1	930.8	877.0
SK IET	-67.4	-47.7	-39.8	-36.3	-20.3	-11.9	-2.3	8.2	-191.3	-26.3	85.1
SK On	-331.5	-482.2	-425.0	-282.2	-252.5	-287.2	-266.1	-284.2	-1,520.8	-1,090.0	-427.7
%OP	-19.7%	-31.1%	-20.2%	-11.5%	-8.1%	-8.3%	-7.0%	-6.3%	-20.6%	-7.4%	-2.3%
AMPC 추정	38.5	180.2	193.1	219.5	235.0	234.8	241.1	247.4	631.3	958.3	956.0
SK On (AMPC 포함)	-293.0	-302.0	-231.9	-62.6	(17.6)	(52.4)	(24.9)	(36.8)	-889.5	-131.7	528.3
광구	154.4	64.0	67.4	67.5	66.3	66.3	68.2	70.1	353.3	270.8	267.7
세전이익	18.2	-111.8	119.2	153.8	199.2	266.7	426.2	231.9	179.3	1,123.9	1,432.1
순이익(지배주주)	-72.6	-61.5	65.2	84.1	109.6	146.8	233.0	126.7	15.1	616.1	783.9
%YoY											
매출액	-1.5	10.0	-3.4	-0.8	16.9	11.0	12.3	13.5	1.0	13.4	7.4
영업이익	66.6	흑자전환	-77.6	467.7	-22.7	457.7	113.6	41.4	1.9	2.7	3.2
세전이익	-88.4	-56.6	-89.0	흑자전환	996.1	흑자전환	257.5	50.8	-80.8	537.4	27.0
순이익(지배주주)	-44.6	-72.3	-90.6	흑자전환	흑자전환	흑자전환	257.5	50.8	-94.1	3984.4	27.2
%QoQ											
매출액	-3.5	9.3	-6.8	0.9	13.8	3.7	-5.7	1.9			
영업이익	760.3	-83.5	240.6	17.7	17.2	18.7	30.4	-22.1			
세전이익	흑자전환	적자전환	흑자전환	29.0	29.5	33.9	59.8	-45.6			
순이익(지배주주)	-11.2	-15.2	흑자전환	29.0	30.4	33.9	58.7	-45.6			

자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림5 SK그룹의 주요 계열사별 현황



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	78,056.9	77,288.5	78,036.7	88,457.3	95,022.0
매출액증가율(%)	66.6	-1.0	1.0	13.4	7.4
매출원가	71,029.7	72,274.5	73,675.3	83,106.3	88,785.8
매출총이익	7,027.2	5,014.0	4,361.5	5,351.0	6,236.2
판매관리비	3,109.9	3,727.2	2,909.9	2,963.2	3,183.4
영업이익	3,917.3	1,903.9	1,490.1	2,387.8	3,052.8
영업이익률(%)	5.0	1.7	1.9	2.7	3.2
금융손익	-1,009.6	-934.8	-1,327.5	-1,380.2	-1,737.1
중속/관계기업손익	2.3	133.0	175.7	295.0	295.0
기타영업외손익	-49.8	-170.0	-159.0	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	2,860.2	932.2	179.3	1,142.6	1,450.7
법인세비용	965.0	377.3	159.0	300.4	382.9
당기순이익	1,895.2	554.9	20.3	828.4	1,054.1
지배주주지분 순이익	1,569.0	256.3	15.1	616.1	783.9

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	31,966.7	33,279.6	34,407.3	34,226.4	34,209.2
현금및현금성자산	9,479.1	13,074.4	11,456.4	8,183.8	6,263.1
매출채권	6,278.8	5,929.4	6,699.5	7,602.0	8,157.6
재고자산	11,857.7	11,122.7	12,569.2	14,262.5	15,305.0
비유동자산	35,252.3	47,555.9	57,421.9	67,877.4	77,430.3
유형자산	25,110.6	35,843.4	45,384.0	55,185.8	64,398.1
무형자산	2,077.7	2,302.1	2,152.9	1,902.2	1,685.9
투자자산	5,518.0	6,730.1	7,204.3	8,108.8	8,665.6
자산총계	67,218.9	80,835.5	91,829.2	102,103.7	111,639.5
유동부채	27,557.2	29,399.2	34,243.2	40,811.7	46,442.5
매입채무	9,146.4	8,533.9	10,311.9	11,701.0	12,556.3
단기차입금	7,558.6	8,185.0	10,463.5	12,383.5	14,383.5
유동성장기부채	4,839.3	3,435.5	3,218.8	4,018.8	4,818.8
비유동부채	16,419.4	21,416.4	26,136.0	29,013.6	31,864.6
사채	8,419.7	10,003.7	11,889.9	12,489.9	13,089.9
장기차입금	4,984.0	7,711.0	10,576.9	12,576.9	14,656.9
부채총계	43,976.6	50,815.6	60,379.2	69,825.4	78,307.1
자본금	468.6	509.5	509.5	509.5	509.5
자본잉여금	8,198.0	10,395.8	10,395.8	10,395.8	10,395.8
기타포괄이익누계액	728.2	877.9	1,543.5	1,543.5	1,543.5
이익잉여금	11,579.7	11,252.8	10,493.7	11,109.7	11,893.7
비지배주주지분	3,590.7	7,817.3	8,533.6	8,746.0	9,016.1
자본총계	23,242.3	30,020.0	31,450.0	32,278.4	33,332.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	406.6	5,367.9	1,165.5	3,233.4	4,181.7
당기순이익(손실)	1,895.2	554.9	20.3	828.4	1,054.1
유형자산상각비	1,616.3	1,821.3	2,380.0	2,278.3	2,987.7
무형자산상각비	176.8	208.7	297.4	250.7	216.3
운전자본의 증감	-4,270.4	3,766.2	-1,714.1	-124.0	-76.3
투자활동 현금흐름	-5,123.3	-11,244.2	-10,510.1	-13,032.7	-12,786.6
유형자산의증가(CAPEX)	-6,776.6	-11,238.1	-10,003.7	-12,080.0	-12,200.0
투자자산의감소(증가)	-586.1	-1,079.0	-523.6	-904.5	-556.9
재무활동 현금흐름	10,507.2	9,490.5	7,542.3	6,526.7	6,684.1
차입금의 증감	9,860.8	3,699.5	7,658.6	6,526.7	6,684.1
자본의 증가	500.4	2,238.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6,055.3	3,595.3	-1,618.1	-3,272.6	-1,920.7
기초현금	3,423.8	9,479.1	13,074.4	11,456.4	8,183.8
기말현금	9,479.1	13,074.4	11,456.4	8,183.8	6,263.1

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	823,541	801,616	809,414	923,975	992,546
EPS(지배주주)	16,553	2,658	157	6,435	8,189
CFPS	60,791	33,786	41,964	52,676	66,673
EBITDAPS	60,249	40,801	43,226	51,358	65,355
BPS	204,639	217,879	236,290	242,642	250,725
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	9.2	52.8	692.0	16.8	13.2
PCR	2.5	4.2	2.6	2.1	1.6
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
PBR	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
EBITDA(십억원)	5,710.5	3,933.9	4,167.5	4,916.8	6,256.8
EV/EBITDA	6.0	10.1	11.0	11.4	10.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.5	1.2	0.1	2.7	3.3
EBITDA 이익률	7.3	5.1	5.3	5.6	6.6
부채비율	189.2	169.3	192.0	216.3	234.9
금융비용부담률	0.8	1.5	1.9	1.9	2.1
이자보상배율(x)	6.1	1.7	1.0	1.4	1.5
매출채권회전율(x)	14.8	12.7	12.4	12.4	12.1
재고자산회전율(x)	7.9	6.7	6.6	6.6	6.4

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 하시기 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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 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)	
2022.05.31	Indepth	Buy	359,142	노우호	-48.1	-33.2	
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	-	-	