

2024. 8. 2



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

Hold (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 120,000 원
현재주가 (8.1) 107,200 원

상승여력 11.9%

KOSPI	2,777.68pt
시가총액	102,629억원
발행주식수	15,103만주
유동주식비율	62.13%
외국인비중	21.64%
52주 최고/최저가	206,500원/100,000원
평균거래대금	882.8억원

주요주주(%)	
SK 외 10 인	36.25
국민연금공단	6.28

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.0	-11.6	-47.5
상대주가	-6.1	-19.0	-49.6



(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	75,084.8	1,279.6	-435.2	-4,514	적전	231,647	-23.8	0.5	11.6	-1.9	193.2
2025E	81,862.5	2,443.1	645.0	6,737	흑전	238,298	15.9	0.4	11.1	2.8	212.5
2026E	85,517.1	3,224.0	887.2	9,267	37.6	247,445	11.6	0.4	9.9	3.8	229.0

SK이노베이션 096770

2Q24 Review: SK On 외형 성장 축소 중

- ✓ 2Q24 Review: SK On/leT 수익성 악화에 4개분기만에 다시 영업적자 전환
- ✓ SK On은 부정적 영업환경 압박, 신규 설비 고정비용 반영에 분기 최대 적자 기록
- ✓ SKI+SK E&S 합병을 통한 중장기 사업 시너지 보다는 외부 투자자/재무구조 개선 여력 확인이 선결 조건. 그 이후 긍정적 투자심리 반영될 전망
- ✓ SK On은 기타 계열사간 합병을 통한 현금흐름/재무구조 변화: '완화' 수준으로 변화
- ✓ 2030년을 바라보는 SKI+SK E&S 합병 시너지를 현 시점부터 반영하기 어려워
- ✓ 투자의견 Hold을 유지하며 SK On 추정치 하향 반영으로 적정주가 12만원 제시

2Q24 Review: SK On 분기기준 최대 영업적자 기록(-4,601억원)

동사는 2Q24 매출액 18.7조원, 영업적자 -458억원의 영업실적을 발표했다. 에너지 시장 불확실성에도 정유/화학/유탄유부문의 상대적으로 견고했던 수익성 기여에도 불구하고, 배터리부문의 위축된 영업환경이 동사 실적에 부정적으로 작용했다. SK On은 매출액 1.5조원/영업적자 -4,601억원(AMPC 1,119억원 포함)으로 분기기준 최대 적자를 시현했다. SK leT은 생산Capa 대비 저조한 출하기조가 지속되며 영업적자 -587억원을 기록했다. 차분기 영업이익은 3,369억원을 추정한다. 정유/유탄기유의 수익성은 개선, 반면 SK On/leT의 영업적자 기초는 불가피할 전망이다.

SKI-SK E&S 사업 성과 가시성이 도출된다면 투자심리 또한 바뀔 것

동사 주가는 24년 -24% YTD 하락하며 부진의 연속이다. SK E&S 합병추진을 통한 사업/재무구조 변화를 추진한다. 사측은 2030년의 가이드라인을 제시한다. 에너지 시장 격변기에 단기 성과 예측이 어려운 현재 상황에 사측의 중장기 가이드를 현 시점부터 주가 평가에 반영하기는 다소 현실성이 떨어진다. 과거 몇 년간 제시된 SK On의 흑자전환 가이드는 여전히 실현되지 않았다. 결국 이번 합병 추진을 통한 주가 재평가는 사업/재무구조의 성과 도출 시점에 맞춰 이뤄질 전망이다.

SK On은 기타 계열사간 합병으로 다소 안도할 수 있으나, 여전히 긍정적 변화를 확신하기 어려워. 투자의견 Hold와 적정주가 12만원 하향 제시

SK On은 SK엔템/티와 합병으로 다소 개선된 현금흐름/재무구조를 확보하며 '극단 → 완화'의 흐름으로 개선될 예정이다. 단, 배터리부문 적자 장기화 기초는 불가피할 전망이다. 동사에 투자의견 Hold 유지, 적정주가는 12만원으로 하향 제시한다.

표1 SK이노베이션 분기별 실적 추정											
(십억원)	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	18,855.1	18,799.1	18,771.9	18,658.7	20,767.1	21,374.9	19,904.2	19,816.3	75,084.8	81,862.4	85,517.0
석유	12,854.8	13,164.0	12,154.4	11,763.8	13,760.3	14,115.8	12,423.0	12,165.8	49,937.0	52,464.9	52,778.2
화학	2,759.0	2,594.0	3,339.1	3,500.9	3,504.2	3,618.8	3,614.2	3,530.5	12,192.9	14,267.7	14,231.9
루브리컨츠	1,137.3	1,062.5	1,218.8	1,216.6	1,203.7	1,202.8	1,201.9	1,201.0	4,635.2	4,809.3	4,746.1
SK IET	46.2	61.7	104.8	145.2	169.5	198.0	227.6	283.5	357.9	878.6	1,207.0
SK On	1,683.6	1,553.5	1,673.9	1,751.0	1,853.3	1,963.2	2,153.5	2,343.5	6,662.0	8,313.4	11,438.3
광구	370.1	371.9	280.9	281.2	276.2	276.4	284.0	291.9	1,304.1	1,128.5	1,115.5
영업이익	624.7	-45.8	336.9	363.8	431.0	542.1	798.6	671.4	1,279.6	2,443.1	3,224.0
%OP	3.3%	-0.2%	1.8%	1.9%	2.1%	2.5%	4.0%	3.4%	1.7%	3.0%	3.8%
석유	591.1	144.2	282.3	179.6	143.6	248.6	362.7	184.3	1,197.2	939.2	973.6
화학	124.5	99.4	25.9	18.1	78.2	90.2	111.9	124.7	268.0	404.9	321.2
루브리컨츠	220.4	152.4	246.4	245.9	233.0	232.8	232.6	232.4	865.1	930.8	877.0
SK IET	-67.4	-58.7	-39.8	-36.3	-20.3	-11.9	-2.3	8.2	-202.2	-26.3	85.1
SK On	-370.0	-572.0	-438.3	-330.7	-304.7	-318.6	-215.6	-195.8	-1,711.0	-1,034.7	-256.5
%OP	-22.0%	-29.6%	-26.2%	-18.9%	-16.4%	-16.2%	-10.0%	-8.4%	-26.0%	-12.8%	-2.6%
AMPC 추정	38.5	111.9	193.1	219.5	235.0	234.8	241.1	247.4	563.0	958.3	956.0
SK On (AMPC 포함)	-293.0	-348.2	-245.2	-111.1	(69.7)	(83.9)	25.5	51.6	-1,147.9	-76.4	699.5
광구	154.4	142.1	67.4	67.5	66.3	66.3	68.2	70.1	431.4	270.8	267.7
세전이익	18.2	-527.6	104.9	102.2	145.0	234.3	476.4	321.6	-302.4	1,177.3	1,619.2
순이익(지배주주)	-72.6	-572.9	57.3	55.9	79.8	129.0	260.4	175.8	-532.3	645.0	887.2
%YoY											
매출액	-1.5	0.4	-5.6	-4.5	10.1	13.7	6.0	6.2	-2.9	9.0	4.5
영업이익	66.6	적전	-78.4	400.9	-31.0	흑전	137.0	84.6	-32.8	90.9	32.0
세전이익	-88.4	적자확대	-90.3	흑전	698.3	흑전	354.3	214.6	적전	흑전	36.9
순이익(지배주주)	-44.6	적자확대	-91.7	흑전	흑전	흑전	354.3	214.6	적전	흑전	37.6
%QoQ											
매출액	-3.5	-0.3	-0.1	-0.6	11.3	2.9	-6.9	-0.4			
영업이익	760.3	적전	흑전	8.0	18.5	25.8	47.3	-15.9			
세전이익	흑전	적전	흑전	-2.5	41.9	61.6	103.3	-32.5			
순이익(지배주주)	-11.2	적자확대	흑전	-2.5	42.8	61.6	101.9	-32.5			

자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	78,056.9	77,288.5	75,084.8	81,862.5	85,517.1
매출액증가율(%)	66.6	-1.0	-2.9	9.0	4.5
매출원가	71,029.7	72,274.5	71,031.3	76,676.4	79,427.8
매출총이익	7,027.2	5,014.0	4,053.5	5,186.1	6,089.2
판매관리비	3,109.9	3,727.2	2,812.5	2,743.0	2,865.2
영업이익	3,917.3	1,903.9	1,279.6	2,443.1	3,224.0
영업이익률(%)	5.0	1.7	1.7	3.0	3.8
금융손익	-1,009.6	-934.8	-1,330.9	-1,382.0	-1,721.1
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	-34.7	1,196.0	1,637.9
법인세비용	965.0	377.3	225.9	315.0	431.3
당기순이익	1,895.2	554.9	-585.1	867.2	1,192.9
지배주주지분 순이익	1,569.0	256.3	-435.2	645.0	887.2

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	31,966.7	33,279.6	33,250.7	31,983.8	31,729.2
현금및현금성자산	9,479.1	13,074.4	11,142.6	8,504.2	6,921.4
매출채권	6,278.8	5,929.4	6,453.4	6,853.8	7,241.5
재고자산	11,857.7	11,122.7	12,107.6	12,858.8	13,586.3
비유동자산	35,252.3	47,555.9	57,175.3	67,127.6	76,512.2
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	6,957.7	7,359.0	7,747.5
자산총계	67,218.9	80,835.5	90,426.0	99,111.4	108,241.4
유동부채	27,557.2	29,399.2	33,521.1	38,616.1	43,754.0
매입채무	9,146.4	8,533.9	9,933.2	10,549.4	11,146.2
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	26,060.4	28,783.5	31,582.8
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	59,581.5	67,399.6	75,336.7
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	10,043.4	10,688.4	11,575.6
비지배주주지분	3,590.7	7,817.3	8,378.5	8,600.7	8,906.5
자본총계	23,242.3	30,020.0	30,844.6	31,711.8	32,904.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	406.6	5,367.9	593.9	3,341.2	4,343.6
당기순이익(손실)	1,895.2	554.9	-585.1	867.2	1,192.9
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	-1,680.3	-55.0	-53.3
투자활동 현금흐름	-5,123.3	-11,244.2	-10,250.4	-12,502.6	-12,609.3
유형자산의증가(CAPEX)	-6,776.6	-11,238.1	-10,003.7	-12,080.0	-12,200.0
투자자산의감소(증가)	-586.1	-1,079.0	-277.0	-401.2	-388.6
재무활동 현금흐름	10,507.2	9,490.5	7,540.5	6,523.0	6,682.9
차입금의 증감	9,860.8	3,699.5	7,656.8	6,523.0	6,682.9
자본의 증가	500.4	2,238.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6,055.3	3,595.3	-1,931.8	-2,638.4	-1,582.8
기초현금	3,423.8	9,479.1	13,074.4	11,142.6	8,504.2
기말현금	9,479.1	13,074.4	11,142.6	8,504.2	6,921.4

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	823,541	801,616	778,796	855,089	893,263
EPS(지배주주)	16,553	2,658	-4,514	6,737	9,267
CFPS	60,791	33,786	36,414	53,254	68,461
EBITDAPS	60,249	40,801	41,042	51,935	67,143
BPS	204,639	217,879	231,647	238,298	247,445
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	9.2	52.8	-23.8	15.9	11.6
PCR	2.5	4.2	2.9	2.0	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	3,957.0	4,972.1	6,428.0
EV/EBITDA	6.0	10.1	11.6	11.1	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.5	1.2	-1.9	2.8	3.8
EBITDA 이익률	7.3	5.1	5.3	6.1	7.5
부채비율	189.2	169.3	193.2	212.5	229.0
금융비용부담률	0.8	1.5	1.9	2.1	2.3
이자보상배율(x)	6.1	1.7	0.9	1.4	1.6
매출채권회전율(x)	14.8	12.7	12.1	12.3	12.1
재고자산회전율(x)	7.9	6.7	6.5	6.6	6.5

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>

투자 의견 비율

투자 의견	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	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.07.14	기업브리프	Buy	359,142	노우호	-50.2	-42.3	
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	-	-	