

2024. 5. 10



▲ 이차전지/석유화학

Analyst **노우호**

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 140,000 원

현재주가 (5.10) 111,200 원

상승여력 25.9%

KOSPI 2,727.63pt

시가총액 106,458억원

발행주식수 9,574만주

유동주식비율 62.12%

외국인비중 22.95%

52주 최고/최저가 212,534원/103,800원

평균거래대금 452.6억원

주요주주(%)

SK 외 10 인 36.25

국민연금공단 7.58

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -5.4 -15.3 -37.3

상대주가 -6.1 -25.2 -42.6

주가그래프



SK이노베이션 096770

이익 체력에 맞는 시장의 평가

- ✓ 2024년 SK On 매출액 9.0조원/영업적자 -5,571억원(AMPC 6,313억원 포함)
- ✓ 여전히 정유/화학/윤활기유 수익성 호조 Vs. 성장 자회사 SK On/leT 수익성 악화
- ✓ 자회사(SK On)의 재무 불건전성/자금조달 난항/수익성 우려는 여전히 Discount
- ✓ 사업 불확실성 해소여부는 6월 SK그룹 확대경영회의 이후 시장과 소통될 가능성
- ✓ 투자의견 Hold, 적정주가 14만원 유지

2024년 연간 영업이익 2.9조원(+53% YoY)을 추정: 정유/화학/윤활 호조

여전히 동사에게 Cash-cow는 Carbon으로 분류된 정유/화학/윤활부문이다. 비탄력적 공급 대비 지난 2년간의 수요 누증으로 공급자 우위 업황이다. 2024년 연초 지정학 Risk 발생 이후 국제유가 변동성 확대는 되려 동사의 주력 판매단가 상승으로 귀결, 시장 예상치를 상회한 분기 영업이익을 시현했다. 이를 반영한 2024년 연간 영업이익은 2.9조원으로 견고한 이익 창출력을 시현하겠다.

그럼에도 Discount 요인은 SK On/SK leT 성장 자회사들의 부진이다. '성장' 사업이 무색할만큼 Q/P 관점의 외형이 훼손되었다. (1) 낮아지는 Q 전망으로 실질 생산 Capa 대비 낮은 가동률, (2) 메탈가 급락의 부정적 레깅효과로 24년 연간 판매단가 하락과 재고손실 등이다. SK On에 주력으로 납품하던 SK leT의 영업실적 정상화 시점은 요원하다.

SK On에 대한 시장의 우려는 여전

현 시점 다소 둔화된 이차전지 산업 동향으로 후발 주자들에게 다소 비관적 영업환경이 전개될 예측이 지배적이다. 2024년 AMPC 합산에도 연간 영업적자 불가피, 재무 건전성 악화, 이로 인한 자금조달 난항 등이다. 올 상반기 예정된 SK그룹 확대경영회의 이후 SK On에 대한 자구책(자금조달, SK엔우브 합병 시나리오 등)이 시장과 공유될 가능성이 높다. SK On 평가에 Discount 요인이 선제적 해소가 필요, 이후 투자의견 상황이 가능하겠다.

투자의견 Hold, 적정주가 14만원을 유지

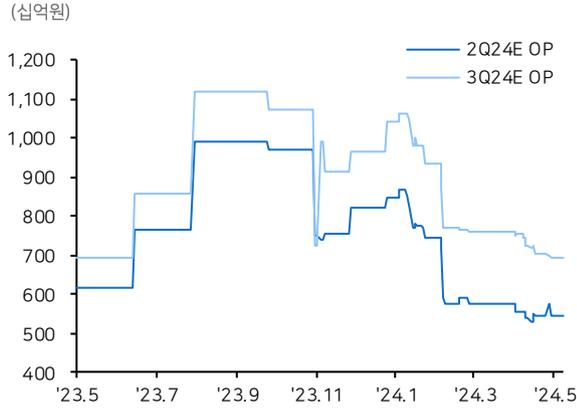
기존 사업부문의 긍정적 영업환경에 추정치 상향 기반이 마련되었다. 그럼에도 기업가치 판단에 높은 비중을 차지하는 SK On의 Discount 요소가 여전, 기존의 투자 의견 Hold과 적정주가 14만원을 유지한다.

(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	81,188.9	2,907.0	1,078.1	11,182	105.1	240,048	9.9	0.5	9.2	4.7	185.8
2025E	89,473.9	3,002.4	1,337.3	13,969	24.9	253,837	8.0	0.4	9.4	5.6	204.0
2026E	95,709.1	3,653.6	1,578.7	16,490	18.0	270,115	6.7	0.4	8.7	6.2	216.9

표1 SK이노베이션 분기별 실적 추정											
(십억원)	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	18,855.1	21,812.0	20,233.0	20,288.8	22,275.0	23,102.4	21,818.0	22,278.6	81,188.9	89,473.9	95,709.0
석유	12,854.8	14,524.9	12,550.5	12,123.9	13,760.3	14,115.8	12,423.0	12,165.8	52,054.1	52,464.9	52,778.2
화학	2,759.0	3,926.3	3,438.9	3,617.9	3,536.7	3,642.2	3,637.6	3,553.1	13,742.1	14,369.7	14,328.9
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	1,801.0	2,639.1	2,903.8	3,328.7	3,667.2	4,043.9	4,783.1	9,027.6	15,822.9	21,533.3
광구	370.1	281.6	280.9	281.2	276.2	276.4	284.0	291.9	1,213.8	1,128.5	1,115.5
영업이익	624.7	642.0	890.7	749.6	597.1	714.6	895.9	794.8	2,907.0	3,002.4	3,653.6
%OP	3.3%	2.9%	4.4%	3.7%	2.7%	3.1%	4.1%	3.6%	3.6%	3.4%	3.8%
석유	591.1	458.8	575.5	315.7	143.6	248.6	362.7	184.3	1,941.0	939.2	973.6
화학	124.5	129.5	130.7	131.0	113.2	115.0	137.0	148.6	515.7	513.8	424.4
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	-380.7	-282.5	-193.7	-173.7	-171.0	-143.4	-96.2	-1,188.4	-584.2	69.9
%OP	-19.7%	-21.1%	-10.7%	-6.7%	-5.2%	-4.7%	-3.5%	-2.0%	-13.2%	-3.7%	0.3%
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	-200.5	-89.4	25.8	61.3	63.8	97.7	151.2	-557.1	374.0	1025.9
광구	154.4	67.6	67.4	67.5	66.3	66.3	68.2	70.1	356.9	270.8	267.7
세전이익	18.2	457.2	688.8	520.4	344.7	443.3	611.3	483.5	1,684.5	1,882.9	2,225.8
순이익(지배주주)	-72.6	320.5	479.7	362.4	241.7	310.8	425.7	336.7	1,090.0	1,314.9	1,554.5
%YoY											
매출액	-1.5	16.5	1.7	3.9	18.1	5.9	7.8	9.8	5.0	10.2	7.0
영업이익	66.6	흑전	-43.0	932.2	-4.4	11.3	0.6	6.0	52.7	3.3	21.7
세전이익	-88.4	흑전	-36.6	흑전	1,797.1	-3.0	-11.2	-7.1	80.7	11.8	18.2
순이익(지배주주)	적자축소	흑전	-30.6	흑전	흑전	-3.0	-11.2	-7.1	325.4	20.6	18.2
%QoQ											
매출액	-3.5	15.7	-7.2	0.3	9.8	3.7	-5.6	2.1			
영업이익	760.3	2.8	38.7	-15.8	-20.3	19.7	25.4	-11.3			
세전이익	흑전	2,415.8	50.7	-24.4	-33.8	28.6	37.9	-20.9			
순이익(지배주주)	적자축소	흑전	49.6	-24.4	-33.3	28.6	37.0	-20.9			

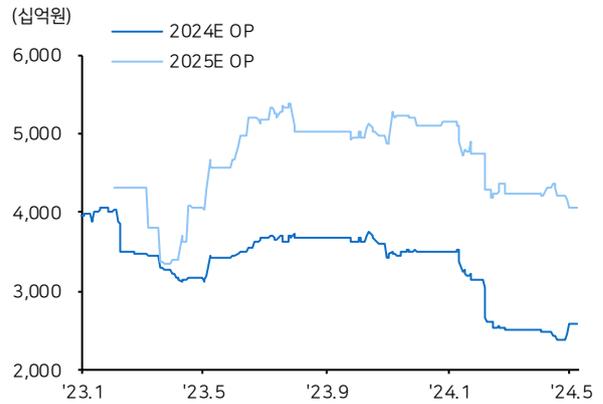
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 2Q24E 영업이익 컨센서스 추이



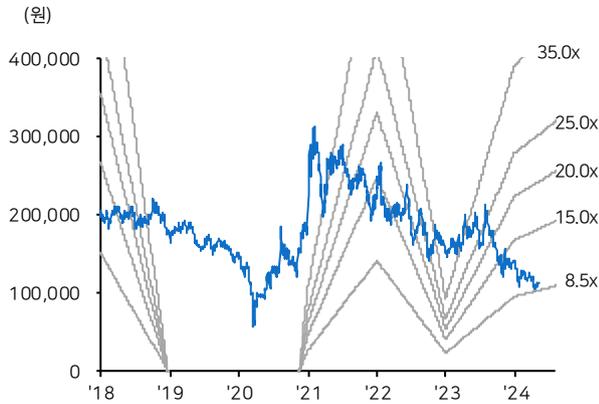
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 연간 영업이익 컨센서스 추이



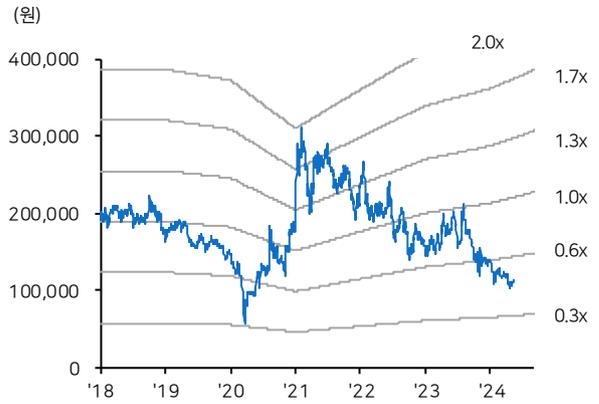
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드 차트



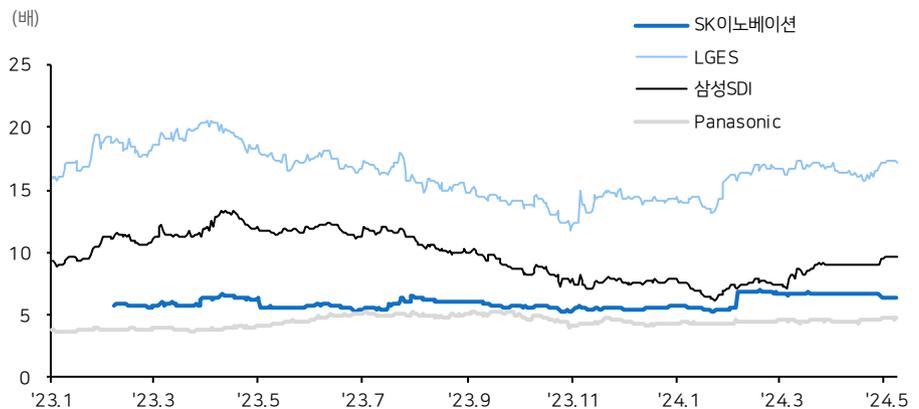
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드 차트



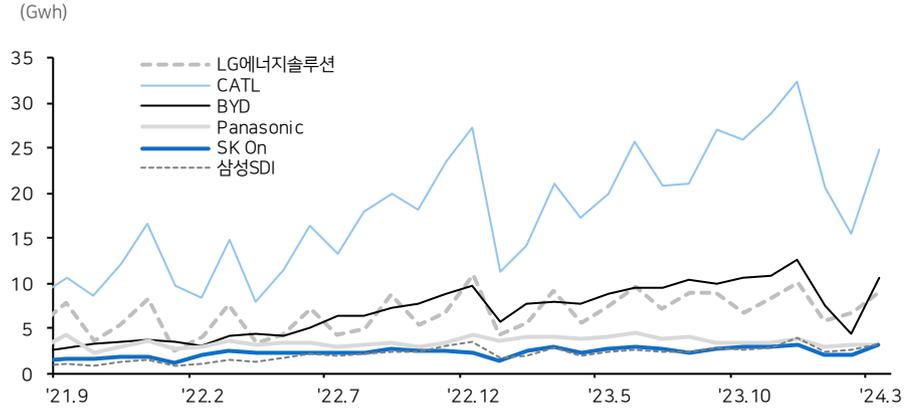
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 주요 셀 업체 EV/EBITDA 추이



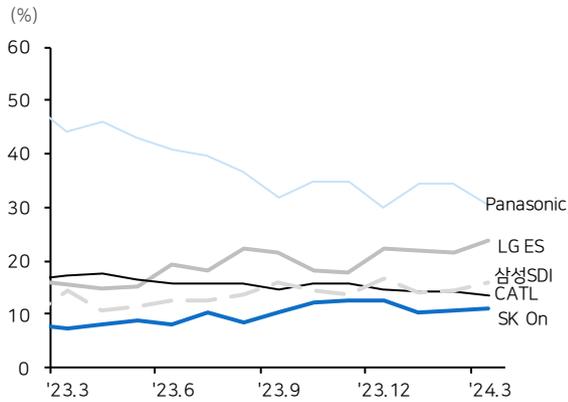
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 글로벌 배터리 생산기업별 출하량 추이



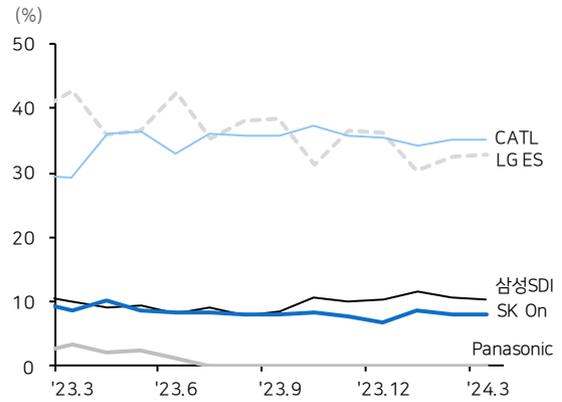
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 글로벌 셀 기업들의 출하량 기준 미국 시장 점유율



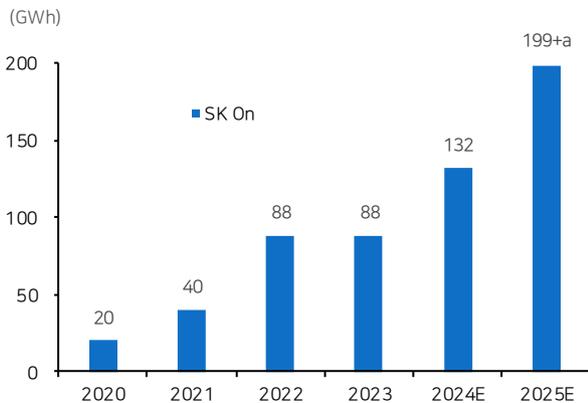
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림8 글로벌 셀 기업들의 출하량 기준 유럽 시장 점유율



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림9 SK On 생산 CAPA 추이



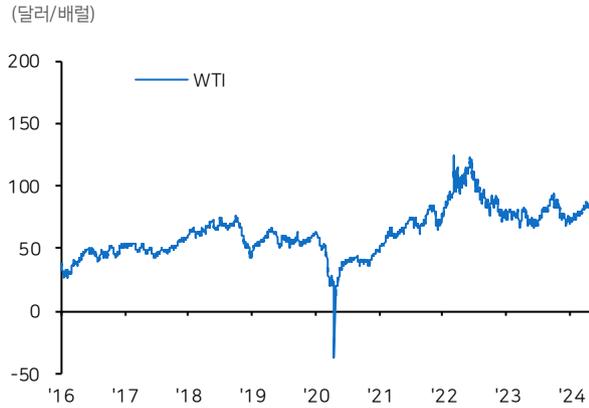
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림10 SK아이이테크놀로지 생산 CAPA 추이



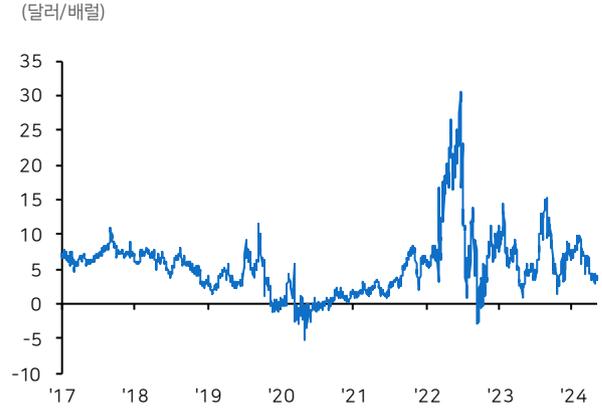
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림11 국제유가(WTI) 추이



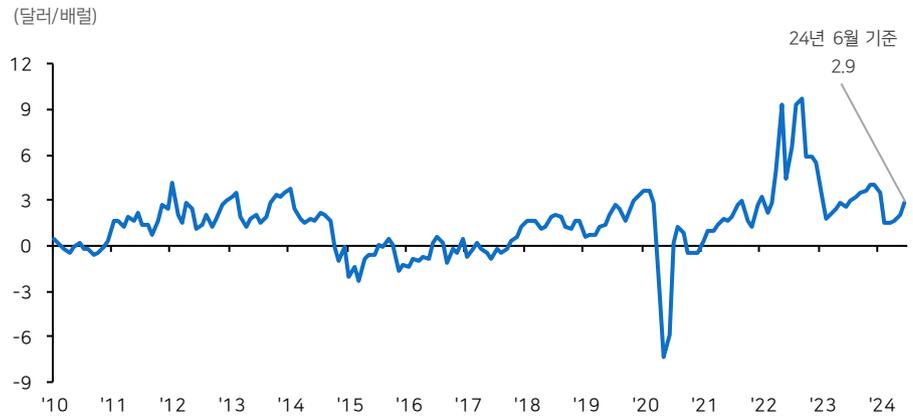
자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림12 싱가포르 정제마진 추이



자료: Refinitive, 메리츠증권 리서치센터

그림13 사우디아라비아 OSP 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	78,056.9	77,288.5	81,188.9	89,473.9	95,709.1
매출액증가율(%)	66.6	-1.0	5.0	10.2	7.0
매출원가	71,029.7	72,274.5	75,565.0	83,474.4	88,848.8
매출총이익	7,027.2	5,014.0	5,623.9	5,999.6	6,860.2
판매관리비	3,109.9	3,727.2	2,716.9	2,997.2	3,206.7
영업이익	3,917.3	1,903.9	2,907.0	3,002.4	3,653.6
영업이익률(%)	5.0	1.7	3.6	3.4	3.8
금융손익	-1,009.6	-934.8	-885.1	-1,203.8	-1,509.5
중속/관계기업손익	2.3	133.0	295.0	295.0	295.0
기타영업외손익	-49.8	-170.0	-178.8	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	2,860.2	932.2	2,138.1	1,933.6	2,279.1
법인세비용	965.0	377.3	3,375.1	508.3	599.1
당기순이익	1,895.2	554.9	1,137.8	1,411.5	1,666.2
지배주주지분 손이익	1,569.0	256.3	1,078.1	1,337.3	1,578.7

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	31,966.7	33,279.6	31,978.5	31,866.8	32,048.3
현금및현금성자산	9,479.1	13,074.4	10,987.7	8,817.8	7,622.2
매출채권	6,278.8	5,929.4	6,160.0	6,764.1	7,168.3
재고자산	11,857.7	11,122.7	11,555.2	12,688.5	13,446.6
비유동자산	35,252.3	47,555.9	57,084.2	67,143.0	76,436.3
유형자산	25,110.6	35,843.4	45,341.0	54,950.0	63,984.9
무형자산	2,077.7	2,302.1	2,088.4	1,897.8	1,727.7
투자자산	5,518.0	6,730.1	6,974.5	7,614.9	8,043.4
자산총계	67,218.9	80,835.5	89,062.7	99,009.8	108,484.6
유동부채	27,557.2	29,399.2	33,890.6	39,622.0	44,613.9
매입채무	9,146.4	8,533.9	8,865.8	9,735.2	10,317.0
단기차입금	7,558.6	8,185.0	9,985.0	11,905.0	13,685.0
유동성장기부채	4,839.3	3,435.5	4,235.5	5,035.5	5,835.5
비유동부채	16,419.4	21,416.4	24,014.3	26,818.6	29,635.2
사채	8,419.7	10,003.7	10,603.7	11,203.7	11,803.7
장기차입금	4,984.0	7,711.0	9,631.0	11,631.0	13,711.0
부채총계	43,976.6	50,815.6	57,904.9	66,440.6	74,249.1
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	877.9	877.9	877.9
이익잉여금	11,579.7	11,252.8	12,330.9	13,668.2	15,246.9
비지배주주지분	3,590.7	7,817.3	7,877.0	7,951.2	8,038.7
자본총계	23,242.3	30,020.0	31,157.8	32,569.3	34,235.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	406.6	5,367.9	3,094.5	4,074.4	5,002.2
당기순이익(손실)	1,895.2	554.9	1,137.8	1,411.5	1,666.2
유형자산상각비	1,616.3	1,821.3	1,742.4	2,471.0	3,165.1
무형자산상각비	176.8	208.7	213.7	190.7	170.1
운전자본의 증감	-4,270.4	3,766.2	0.5	1.3	0.9
투자활동 현금흐름	-5,123.3	-11,244.2	-11,501.8	-12,766.0	-12,659.0
유형자산의증가(CAPEX)	-6,776.6	-11,238.1	-11,240.0	-12,080.0	-12,200.0
투자자산의감소(증가)	-586.1	-1,079.0	-244.4	-640.4	-428.5
재무활동 현금흐름	10,507.2	9,490.5	6,320.6	6,521.7	6,461.1
차입금의 증감	9,860.8	3,699.5	6,320.6	6,521.7	6,461.1
자본의 증가	500.4	2,238.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6,055.3	3,595.3	-2,086.7	-2,169.9	-1,195.6
기초현금	3,423.8	9,479.1	13,074.4	10,987.7	8,817.8
기말현금	9,479.1	13,074.4	10,987.7	8,817.8	7,622.2

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	823,541	801,616	842,109	934,594	999,723
EPS(지배주주)	16,553	2,658	11,182	13,969	16,490
CFPS	60,791	33,786	76,342	60,493	74,331
EBITDAPS	60,249	40,801	50,441	59,163	73,001
BPS	204,639	217,879	240,048	253,837	270,115
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	9.2	52.8	9.9	8.0	6.7
PCR	2.5	4.2	1.5	1.8	1.5
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	4,863.1	5,664.0	6,988.8
EV/EBITDA	6.0	10.1	9.2	9.4	8.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.5	1.2	4.7	5.6	6.2
EBITDA 이익률	7.3	5.1	6.0	6.3	7.3
부채비율	189.2	169.3	185.8	204.0	216.9
금융비용부담률	0.8	1.5	1.6	1.7	1.9
이자보상배율(x)	6.1	1.7	2.2	1.9	2.0
매출채권회전율(x)	14.8	12.7	13.4	13.8	13.7
재고자산회전율(x)	7.9	6.7	7.2	7.4	7.3

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	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 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)	
2022.03.04	기업브리프	Buy	359,142	노우호	-46.1	-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	-	-	