

SK 이노베이션 (096770/KS)

배터리 부진의 장기화

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 160,000 원(하향)

현재주가: 120,800 원

상승여력: 32.5%



Analyst
김도현

do.kim@sk.com
3773-9994

Company Data

발행주식수	9,574 만주
시가총액	12,159 십억원
주요주주	
SK(외12)	34.47%
국민연금공단	7.21%

Stock Data

주가(24/02/06)	120,800 원
KOSPI	2,576.20 pt
52주 최고가	212,534 원
52주 최저가	108,300 원
60일 평균 거래대금	50 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Review: SK 온 부진 지속

SK 이노베이션은 4Q23 매출액 19.5 조원(+2.1% YoY, -9.4% QoQ), 영업이익 726 억원(흑전 YoY, -95.4% QoQ)을 기록하며 컨센서스 3,102 억원대비 대폭 하회하는 실적을 기록했다. 유가 하락에 따른 재고관련손실 인식, 정제마진 하락에 따른 감익과 SK 온 부진 지속에 따른 영향이다.

1) **석유사업**: 4Q23 영업이익 -1,652 억원(적전 QoQ)을 기록했다. 9 월 평균대비 - \$15/bbl 하락한 Dubai 유가 영향으로 재고관련손실 확대(-6,488 억원 QoQ)인식됐으며, 정제마진 하락 및 역래깅 효과 등 영향으로 적자전환 기록했다.

2) **화학사업**: 4Q23 영업이익 4 억원(-99.8% QoQ)을 기록했다. 제품 스프레드 축소와 납사가격 하락 영향에 따른 재고관련손실 확대, 정기보수로 인한 기회비용(840 억원) 영향에 따라 대폭 감익했다.

3) **윤활유사업**: 4Q23 영업이익 2,170 억원(-17.1% QoQ)을 기록했다. 유가 하락에 따른 재고효과 등 영향으로 감익을 기록했다.

4) **석유개발사업**: 4Q23 영업이익 1,071 억원(+34.9% QoQ)을 기록했다. 유가 하락에도 23년 9 월 가동한 남중국해 17-03 광구 판매물량 확대 영향이다.

5) **SK 온**: 4Q23 영업이익 -186 억원(적지 QoQ)을 기록했다. AMPC 인식금액은 2,401 억원이다. 메탈 가격 하락에 따른 판가 하락과 OEM 수요 부진은 지속됐으나, SKBA 생산성 향상 등 영향으로 OPM -0.7%를 기록했으며 전분기(3Q23 -2.7%) 대비 소폭 개선됐다.

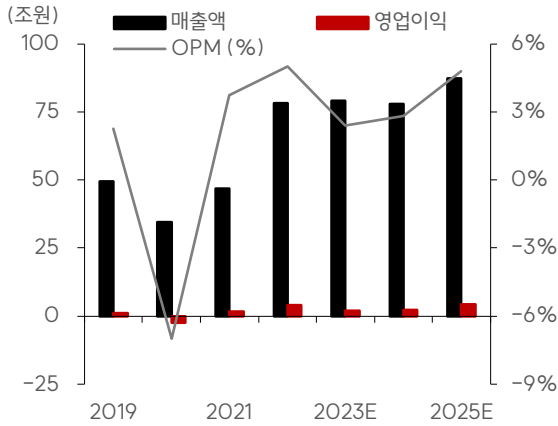
장기화될 SK 온의 부진

예상보다 장기화될 SK 온의 부진에 따라 24 년 예상 이익 추정치를 하향 반영, 목표주가를 160,000 원으로 하향한다. 24 년 상반기 판가 하락은 지속될 것으로 예상되며, 조지아 공장 고객사 변경 등의 영향에 따라 가동률 또한 하락할 것으로 전망된다. 24년 우호적 정유 업황이 예상되는 상황이지만, 주가 회복을 위해서는 SK 온의 수익성 개선이 필요한 시점이다.

영업실적 및 투자지표

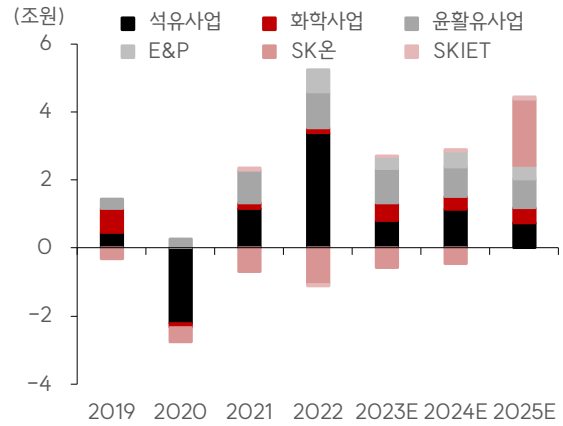
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	34,550	46,853	78,057	77,288	77,922	87,296
영업이익	십억원	-2,420	1,742	3,917	1,904	2,191	4,167
순이익(지배주주)	십억원	-2,173	292	1,569	249	536	1,634
EPS	원	-22,767	2,586	16,339	2,439	5,523	16,848
PER	배	-8.2	90.7	9.3	57.5	21.9	7.2
PBR	배	1.1	1.2	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	-27.0	10.6	6.0	11.8	9.8	8.1
ROE	%	-13.6	1.8	8.5	12	2.3	6.8

SK 이노베이션 실적 추이 및 전망



자료: SK 이노베이션, SK 증권

SK 이노베이션 부문별 이익 추이 및 전망



자료: SK 이노베이션, SK 증권

SK 이노베이션 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액 (십억원)	19,142.9	18,727.2	21,549.8	19,529.3	18,269.5	18,965.4	20,118.4	20,568.6	78,056.9	78,949.2	77,922.0
석유사업	11,606.9	10,742.9	13,728.4	12,878.0	12,316.1	12,472.1	12,845.8	12,920.2	52,581.7	48,956.2	50,554.2
화학사업	2,535.1	2,857.4	2,940.6	2,452.0	2,515.1	2,484.5	2,512.9	2,554.5	11,026.9	10,785.1	10,067.1
운할유사업	1,302.3	1,109.7	1,211.2	1,094.2	1,104.4	1,084.5	1,087.0	1,085.5	4,981.5	4,717.4	4,361.5
E&P	328.5	248.8	238.9	310.0	304.0	316.2	328.8	327.1	1,526.4	1,126.2	1,276.2
SK 온	3,305.3	3,696.1	3,244.9	2,723.1	1,947.3	2,531.4	3,250.0	3,600.0	7,617.8	12,969.5	11,328.7
SKIET	42.4	52.3	48.1	50.0	46.7	56.7	64.1	69.9	235.1	192.8	237.4
YoY (%)	17.7%	-5.9%	-5.3%	2.1%	-4.6%	1.3%	-6.6%	5.3%	66.6%	1.1%	-1.3%
QoQ (%)	0.0%	-2.2%	15.1%	-9.4%	-6.5%	3.8%	6.1%	2.2%	-	-	-
영업이익 (십억원)	375.0	-106.8	1,563.1	72.6	355.0	433.5	737.0	665.7	3,917.3	1,903.9	2,191.3
석유사업	274.8	-411.2	1,112.5	-165.2	283.2	315.8	338.7	193.2	3,390.1	810.9	1,130.9
화학사업	108.9	170.2	237.0	0.4	69.1	91.6	106.2	122.5	128.0	516.5	389.4
운할유사업	259.2	259.9	261.7	217.0	224.3	214.5	217.5	207.0	1,071.1	997.8	863.4
E&P	113.5	68.2	79.4	107.1	106.7	115.4	124.3	123.0	641.5	368.2	469.4
SK 온	-344.9	-132.2	-86.1	-18.6	-283.3	-254.7	-2.5	70.0	-1,072.7	-581.8	-470.5
SKIET	-4.0	-0.1	3.5	11.6	5.9	9.0	13.2	16.5	-48.0	11.0	44.6
YoY (%)	-77.3%	적전	122.0%	흑전	-5.3%	흑전	-52.8%	816.9%	124.9%	-51.4%	15.1%
QoQ (%)	흑전	적전	흑전	-95.4%	389.0%	22.1%	70.0%	-9.7%	-	-	-
OPM (%)	2.0%	-0.6%	7.3%	0.4%	1.9%	2.3%	3.7%	3.2%	5.0%	2.4%	2.8%
석유사업	2.4%	-3.8%	8.1%	-1.3%	2.3%	2.5%	2.6%	1.5%	6.4%	1.7%	2.2%
화학사업	4.3%	6.0%	8.1%	0.0%	2.7%	3.7%	4.2%	4.8%	1.2%	4.8%	3.9%
운할유사업	19.9%	23.4%	21.6%	19.8%	20.3%	19.8%	20.0%	19.1%	21.5%	21.2%	19.8%
E&P	34.6%	27.4%	33.2%	34.5%	35.1%	36.5%	37.8%	37.6%	42.0%	32.7%	36.8%
SK 온	-10.4%	-3.6%	-2.7%	-0.7%	-14.5%	-10.1%	-0.1%	1.9%	-14.1%	-4.5%	-4.2%
SKIET	-9.4%	-0.2%	7.3%	23.2%	12.6%	15.9%	20.6%	23.7%	-20.4%	5.7%	18.8%
순이익 (십억원)	-52.0	-120.4	729.6	-10.9	21.1	83.5	186.1	425.0	1,895.2	546.3	715.7
지배주주	-131.1	-222.1	691.3	-89.4	16.2	64.3	139.9	315.2	1,569.0	248.6	535.6
순이익률 (%)	-0.3%	-0.6%	3.4%	-0.1%	0.1%	0.4%	0.9%	2.1%	2.4%	0.7%	0.9%

자료: SK 이노베이션, SK 증권

SK 이노베이션 실적추정치 변경 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	78,058	84,670	78,949	77,922	76,851	76,992	2.7%	1.2%
영업이익 (십억원)	2,248	4,171	1,904	2,191	2,061	3,140	-7.6%	-30.2%
순이익 (십억원)	509	1,210	249	536	508	1,465	-51.0%	-63.4%

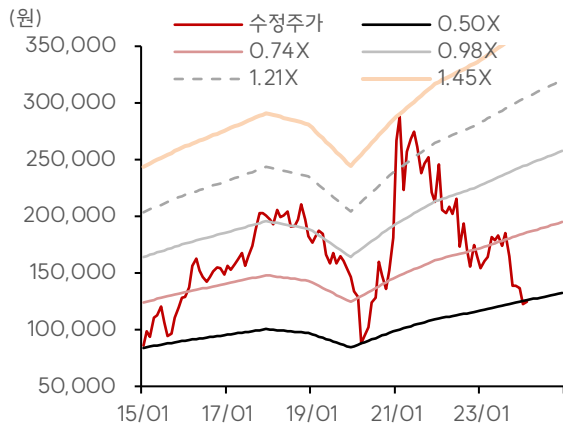
자료: SK 이노베이션, SK 증권

SK 이노베이션 Valuation Table

구분	24E EBITDA (십억원)	Target Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
석유사업	1,645.1	4.8	7,896.3	글로벌 정유업체 Multiple 평균
화학사업	732.2	6.9	5,052.1	글로벌 화학업체 Multiple 평균
운할유사업	1,206.2	4.8	3,473.8	글로벌 정유업체 Multiple 평균
E&P	812.2	5.3	4,304.6	글로벌 E&P 업체 Multiple 평균
SK 온	3,150.9	12.7	14,325.8	25E EBITDA / SK 온 지분가치 고려 / 60% 할인
SKIET	-	-	1,347.4	SKIET 1M 평균 주가 기준 / 60% 할인
영업가치 (십억원)	36,400.0			
우선주 시가총액 (십억원)		105.1		1M 평균 주가 기준
순차입금 (십억원)		25,166.6		24E 추정치 기준
투자자산 (십억원)		4,103.1		24E 추정치 30% 할인
적정가치 (십억원)	15,231.4			
발행주식수 (천주)		95,736		
적정주가 (원)		159,098		
T.P (원)	160,000			
Upside (%)		32.5%		

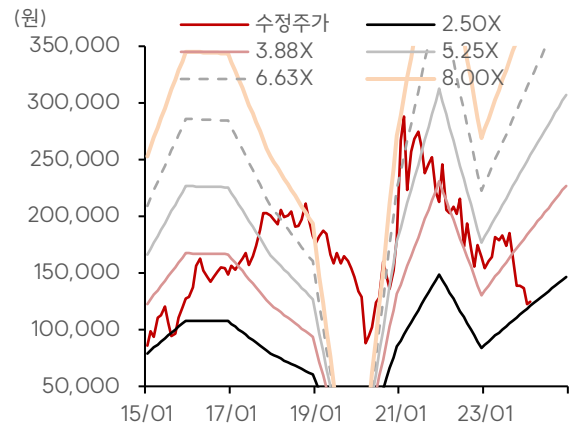
자료: SK 이노베이션, SK 증권

SK 이노베이션 PBR Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

SK 이노베이션 EV/EBITDA Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	21,482	31,967	29,802	29,100	32,255
현금및현금성자산	3,424	9,479	6,704	5,836	6,310
매출채권 및 기타채권	5,130	8,095	9,917	10,445	10,288
재고자산	7,849	11,858	9,592	9,041	11,397
비유동자산	28,063	35,252	44,106	51,210	54,432
장기금융자산	646	817	672	733	792
유형자산	19,337	25,111	34,196	40,803	43,381
무형자산	1,907	2,078	2,152	2,163	2,174
자산총계	49,545	67,219	73,908	80,310	86,687
유동부채	14,512	27,557	26,881	28,271	30,818
단기금융부채	2,716	12,435	11,750	12,227	12,724
매입채무 및 기타채무	8,201	11,900	14,706	15,489	17,474
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	15,412	16,419	17,890	22,186	24,085
장기금융부채	14,772	14,915	16,380	20,584	22,281
장기매입채무 및 기타채무	58	57	33	46	49
장기충당부채	179	313	320	337	380
부채총계	29,924	43,977	44,771	50,457	54,903
지배주주지분	17,311	19,652	22,730	23,266	24,719
자본금	469	469	510	510	510
자본잉여금	7,698	8,198	10,399	10,399	10,399
기타자본구성요소	-1,555	-1,323	-850	-850	-850
자기주식	-1,559	-1,330	-878	-878	-878
이익잉여금	10,199	11,580	11,285	11,821	13,274
비지배주주지분	2,310	3,591	6,407	6,587	7,065
자본총계	19,621	23,242	29,137	29,852	31,784
부채외자본총계	49,545	67,219	73,908	80,310	86,687

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-347	753	3,059	4,280	5,195
당기순이익(손실)	489	1,895	546	716	2,112
비현금성항목등	2,012	3,867	2,880	3,753	4,819
유형자산감가상각비	1,408	1,616	1,942	2,822	2,927
무형자산상각비	105	177	195	189	190
기타	499	2,074	743	743	1,703
운전자본감소(증가)	-2,585	-4,270	493	900	24
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1,881	-2,424	-1,664	-528	157
재고자산의감소(증가)	-4,126	-4,315	2,718	551	-2,356
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,550	-284	-1,839	783	1,985
기타	1,872	2,753	1,278	94	238
법인세납부	-262	-739	-694	-291	-809
투자활동현금흐름	-3,841	-4,799	-8,175	-9,874	-6,507
금융자산의감소(증가)	-2,031	2,547	140	-135	-247
유형자산의감소(증가)	-2,273	-6,710	-9,722	-9,429	-5,504
무형자산의감소(증가)	-78	-288	-269	-200	-200
기타	540	-348	1,675	-109	-556
재무활동현금흐름	1,150	8,131	2,764	4,681	2,013
단기금융부채의증가(감소)	-724	6,884	289	477	496
장기금융부채의증가(감소)	2,317	2,135	3,720	4,204	1,697
자본의증가(감소)	1,756	500	2,242	0	0
배당금지급	-25	-217	-305	-0	-181
기타	-2,174	-1,171	-3,182	0	0
현금의 증가(감소)	483	6,055	-2,775	-868	474
기초현금	2,941	3,424	9,479	6,704	5,836
기말현금	3,424	9,479	6,704	5,836	6,310
FCF	-2,620	-5,957	-6,663	-5,149	-309

자료 : SK이노베이션, SK증권

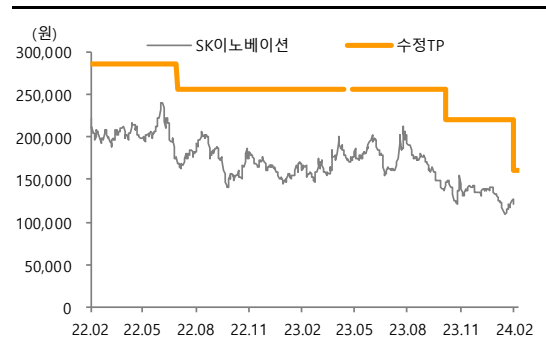
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	46,853	78,057	77,288	77,922	87,296
매출원가	42,672	71,030	72,284	73,441	82,324
매출총이익	4,181	7,027	5,005	4,481	4,971
매출총이익률(%)	89	90	65	58	57
판매비와 관리비	2,440	3,110	3,718	2,996	2,414
영업이익	1,742	3,917	1,904	2,191	4,167
영업이익률(%)	37	50	25	28	48
비영업손익	-923	-1,057	-980	-1,184	-1,246
순금융손익	-339	-440	-735	-797	-951
외환관련손익	-182	-256	149	229	100
관계기업등 투자손익	437	2	113	76	69
세전계속사업이익	818	2,860	924	1,007	2,922
세전계속사업이익률(%)	1.7	3.7	1.2	1.3	3.3
계속사업법인세	374	965	377	291	809
계속사업이익	445	1,895	546	716	2,112
중단사업이익	44	0	0	0	0
*법인세효과	17	0	0	0	0
당기순이익	489	1,895	546	716	2,112
순이익률(%)	1.0	2.4	0.7	0.9	2.4
지배주주	292	1,569	249	536	1,634
지배주주귀속 순이익률(%)	0.6	2.0	0.3	0.7	1.9
비지배주주	196	326	298	180	478
총포괄이익	1,157	2,066	1,378	716	2,112
지배주주	938	1,803	987	640	1,890
비지배주주	219	262	391	75	223
EBITDA	3,255	5,710	3,425	4,495	5,673

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	35.6	66.6	-1.0	0.8	12.0
영업이익	흑전	124.9	-51.4	15.1	90.2
세전계속사업이익	흑전	249.5	-67.7	9.0	190.2
EBITDA	흑전	75.4	-40.0	31.3	26.2
EPS	흑전	531.8	-85.1	126.4	205.1
수익성 (%)					
ROA	1.1	3.2	0.8	0.9	2.5
ROE	1.8	8.5	1.2	2.3	6.8
EBITDA마진	6.9	7.3	4.4	5.8	6.5
안정성 (%)					
유동비율	148.0	116.0	110.9	102.9	104.7
부채비율	152.5	189.2	153.7	169.0	172.7
순차입금/자기자본	51.0	69.7	67.6	84.3	83.9
EBITDA/이자비용(배)	8.3	8.8	3.1	4.0	4.6
배당성향	0.0	0.0	0.0	33.7	11.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,586	16,339	2,439	5,523	16,848
BPS	196,503	218,491	231,668	248,942	263,927
CFPS	18,805	35,012	23,417	36,560	48,980
주당 현금배당금	0	0	0	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER	90.7	9.3	57.5	21.9	7.2
PBR	1.2	0.7	0.6	0.5	0.5
PCR	12.5	4.3	6.0	3.3	2.5
EV/EBITDA	10.6	6.0	11.8	9.8	8.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	1.7	1.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.02.07	매수	160,000원	6개월		
2023.10.13	매수	220,000원	6개월	-39.76%	-29.32%
2022.07.06	매수	255,827원	6개월	-32.98%	-16.92%
2022.02.04	매수	285,346원	6개월	-27.98%	-15.86%



Compliance Notice

작성자(김도현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 07일 기준)

매수	94.83%	중립	5.17%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------