SK이노베이션 (096770)

황규원 화학/정유
kyuwon.hwang@yuantakorea.com
박현주 Research Assistant
hyunjoo.park@yuantakorea.com

배터리 자금 부담은 언제 나아지나?!

BUY (M)

목표주가	200,000원 (D)
현재주가 (6/3)	106,300원
상승여력	88%

시가총액	102,731억원
총발행주식수	96,984,016주
60일 평균 거래대금	447억원
60일 평균 거래량	393,775주
52주 고/저	212,534원 / 100,000원
외인지분율	22.84%
배당수익률	0.00%
주요주주	SK 외 10 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.0)	(9.2)	(45.4)
상대	(3.2)	(10.6)	(47.1)
절대 (달러환산)	(3.9)	(12.2)	(48.2)

2024년 2분기 예상 영업이익 3,760억원, 감익

2024년 2분기 예상 실적은 '매출액 1.8조원, 영업이익 3,760억원(영업이익률 2.1%), 지배주주순이익 294억원' 등이다. 영업이익은 전분기 6,247억원 대비 △40% 줄어들면서 약세가 예상된다. 정제마진 급락(OSP 반영 후 1분기 6.1$ → 2분기 3.0$)으로 정유부문 실적 감익이 크게 나타나는 가운데, 배터리 부문도 적자폭이 줄어들지만 여전히 △2,000억원 대의 적자가 이어질 것이다. 부문별 예상 손익은 '정유 1,725억원(전분기 5,911억원), 배터리 △2,611억원(전분기 △3,315억원), 석화/윤활유/자원개발 5,453억원(전분기 4,993억원)' 등이다.

2 ~ 3분기 정유설비 증설 및 배터리 저율가동 부담

2 ~ 3분기 정유와 배터리 동시 약세에 주의해야 한다. 1) 정유부문의 수익 지표인 싱가폴 정제마진은 손익분기점인 배럴당 4 ~ 4.5$을 하회할 것이다. 쿠웨이트 Al Zour 62만b/d, 나이지리아 Dangote 65만b/d, 멕시코 Olmeca 34만b/d 등 대형설비 가동이 집중되면서, 공급압박이 늘어난다. 4분기부터 완화될 전망이다. 2) 배터리 가동률 70% 전후로 부진해 적자 상태가 이어질 것이다. 수율 90%, 가동률 90% 수준이면 손익분기점을 맞출 수 있는데, 2024년 상반기 공장별 가동률은 중국 85%, 유럽 70%, 미국 10 ~ 20%에서 머물러 있다. 총캐파 88GW에서 2분기 헝가리 30GW, 3분기 중국 33GW 증설 완공으로 인해, 가동률 회복은 더딜 전망이다.

목표주가 하향, 배터리 투자금 대책이 필요해!

2024년 2 ~ 3분기 실적 약세와 추가적인 재무 부담을 감안해, 2024년 적정주가를 20만원(직전 24만원)으로 하향조정한다. 배터리 7.5조원 등 총 Capex 9.5조원에 비해, 세후 EBITDA 3.5조원으로, 6조원 규모의 외부 자금조달이 또다시 필요하기 때문이다. 그러나, 연간 영업손익은 2023년 1.9조원에서 2024년 2.0조원, 2025년 2.8조원(배터리 1,057억원 흑자 가정)으로 바닥을 다지고 있으며, PBR 0.42배로 바닥에 위치해 있어 현주가 레벨이 높지 않다는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	183,321	-2.1	-2.8	197,038	-7.0
영업이익	3,760	흑전	-39.8	5,711	-34.2
세전계속사업이익	403	흑전	121.6	3,449	-88.3
지배순이익	294	흑전	흑전	2,345	-87.5
영업이익률 (%)	2.1	흑전	-1.2 %pt	2.9	-0.8 %pt
지배순이익률 (%)	0.2	흑전	흑전	1.2	-1.0 %pt

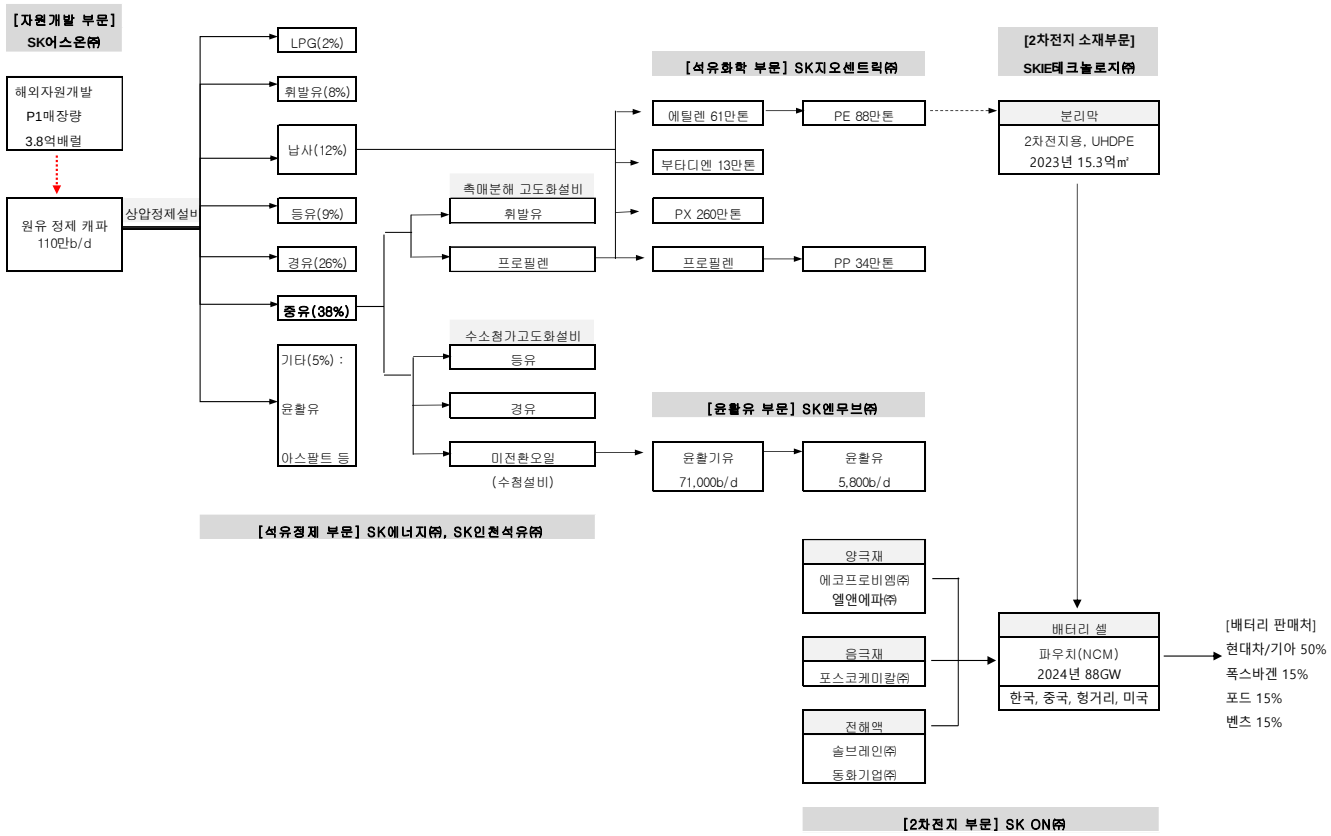
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	780,569	772,885	725,301	688,012
영업이익	39,173	19,039	19,813	28,146
지배순이익	15,690	2,563	5,285	16,327
PER	11.6	62.3	20.2	6.6
PBR	0.9	0.7	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.7	12.4	10.6	9.3
ROE	8.5	1.2	2.3	6.7

자료: 유안타증권

그림 1. SK 이노베이션㈜의 주력사업 프로세스 및 자회사 구성



자료: 유안타증권 리서치센터

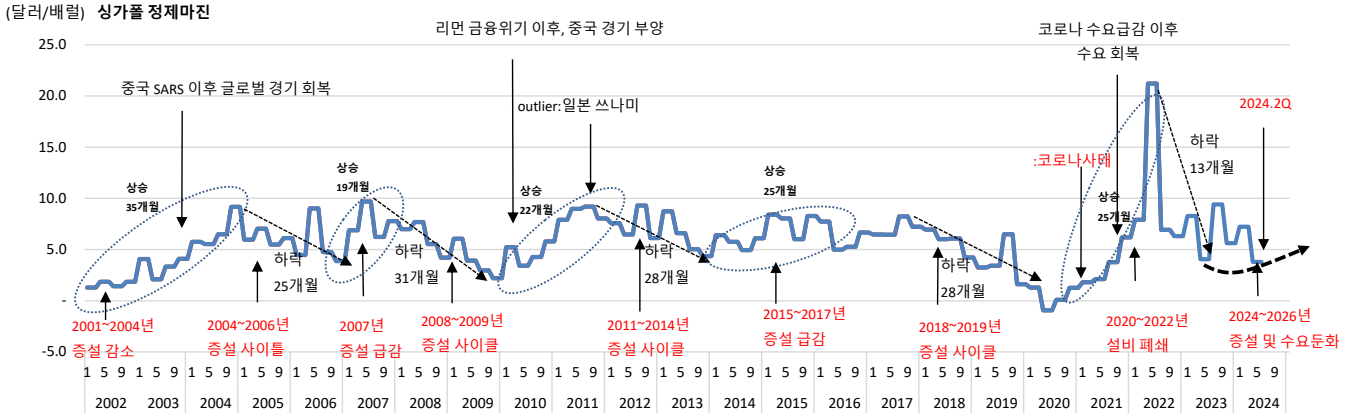
표 1. SK 이노베이션㈜의 실적 추정치 : 2023 년 영업이익 1.9 조원 → [2024 년 1 분기 6,247 억원 → **2 분기 3,760 억원(e)**] → **2024 년 예상 2.0 조원(e)**

[국제유가]	이란발 유가하락	회복 유가 상승		Covid 유가 하락시기	전쟁으로 유가 강세 시기		공급증가에 따른 유가 안정 시기		
[정유업황]	증설 감소에 따른 정유회복		정유 하락 시기			정유설비 폐쇄 사이클		정유업황 호조 시기	
[석화업황]	증설 제한, 수요회복으로 석화 호황			Covid위축	재난지원금 수혜시기	증설 및 유가 상승으로 업황 바닥			회복시기
[배터리업황]	중대형 배터리 출발		배터리 거래처 확보			배터리 MS확대		수요성장 둔화로 경쟁 심화 시기	
[SK이노베이션 설비 증설]	설비 투자 정체기					배터리 설비 공격 확장 시기			

		2023				2024				연간실적										
		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
생산 Capa																				
석유정제	(만배럴/일	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5
석유화학 PX	(만톤)	83	83	83	83	83	83	83	83	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330
석유화학 PE	(만톤)	26	26	26	26	26	26	26	26	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102
자원개발 원유등가물 생산량	(만배럴/일	5.5	5.5	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.2	6.0	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.6	6.0	6.0
윤활기유	(만배럴/일	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	6.7	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
중대형전지	(GW)	22.4	22.4	22.4	22.4	29.9	37.4	37.4	37.4	0.8	0.9	1.0	2.9	4.7	20.3	34.7	69.7	89.4	142	184
		미국 11.8GW				헝가리 30GW	중국 30GW													미국 조지아 35gw
분리막	(억㎡)	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	4.7	2.1	2.1	2.1	3.2	4.8	6.1	12.0	15.4	15.4	16.3	27.4
									폴란드 3.4억											폴란드 8.6억
주요제품 가격																				
휘발유(자동차 연료)	$/배럴	95.4	89.7	99.9	91.2	94.6	95.2	92.0	86.0	69.5	56.3	67.8	81.4	69.5	44.9	78.5	111.2	94.0	91.9	80.0
경유(자동차 및 산업 연료)	$/배럴	105.6	92.1	113.6	104.8	102.9	98.2	94.0	92.0	64.8	52.4	66.0	85.5	77.5	48.4	76.3	131.0	104.0	96.8	93.5
등유(항공유 등)	$/배럴	107.0	91.5	112.9	107.2	102.4	97.2	93.0	93.0	64.8	52.7	64.7	85.3	77.2	44.7	75.1	126.8	104.6	96.4	92.5
B/C유(선박 및 화력발전 연료)	$/배럴	64.2	69.0	81.7	72.6	71.6	80.2	73.0	69.0	45.3	35.5	49.4	66.0	57.7	39.2	64.5	82.5	71.9	73.4	55.0
나프타(석화 원료)	$/배럴	73.8	63.0	69.0	70.6	73.4	73.2	68.0	71.0	52.4	42.6	53.7	67.3	57.0	40.3	70.8	83.1	69.1	71.4	52.0
두바이유(원재료)	$/배럴	**79.0**	**78.0**	**86.7**	**83.8**	**81.5**	**85.2**	**80.0**	**76.0**	51.9	40.3	52.8	69.9	63.1	42.2	68.9	97.1	81.9	**80.7**	**70.0**
에틸렌(기초유분)	$/배럴	894	814	788	856	896	859	920	928	1,058	1,040	1,151	1,215	852	732	1,013	1,009	838	901	893
PX(폴리에스터 원료)	$/배럴	1,031	1,028	1,068	1,006	1,020	1,019	990	978	823	778	832	1,049	882	560	844	1,098	1,033	1,002	943
부타디엔(합성고무 원료)	$/배럴	1,173	898	914	1,052	1,288	1,439	1,390	1,108	861	1,062	1,486	1,414	1,053	711	1,014	1,109	1,009	1,306	1,043
SM(IT 외장재 원료)	$/배럴	1,115	1,024	1,056	1,060	1,108	1,159	1,140	1,158	1,098	1,024	1,221	1,301	979	733	1,160	1,209	1,064	1,141	993
합성수지(포장재 등)	$/배럴	1,026	958	954	965	991	1,009	1,010	1,038	1,174	1,218	1,262	1,217	992	926	1,225	1,167	976	1,012	903
벤젠(IT외장재 원료)	$/배럴	952	893	915	904	1,013	1,059	990	958	679	646	817	822	641	487	917	1,038	916	1,005	793
자일렌(폴리에스터 원료)	$/배럴	954	937	994	894	937	939	890	858	638	566	586	728	653	442	687	989	945	906	763
프로필렌(자동차 범퍼 등 원료)	$/배럴	935	818	797	836	828	849	860	868	788	713	880	1,038	882	801	1,013	1,002	846	851	763
나프타(원재료)	$/배럴	697	596	657	667	701	689	640	608	497	406	495	614	527	383	651	789	654	659	543
윤활기유	$/배럴	146	159	152	156	139	140	138	137	84	82	97	111	97	79	134	166	153	139	127
배터리(파우치)	$/톤	41,855	44,066	40,807	36,974	35,530	33,000	33,500	34,000			45,161	47,354	45,482	43,370	32,513	37,185	40,926	34,008	35,000
양극재(원재료)	$/톤	51,524	48,831	41,105	36,781	29,977	27,000	27,500	27,500			33,270	57,079	29,230	22,570	24,250	42,823	44,560	27,994	28,000
인조흑연(원재료)	$/톤	5,841	5,579	5,695	5,870	5,840	5,400	5,400	5,400			8,388	5,776	5,329	5,224	4,932	5,409	5,746	5,510	5,800
분리막(원재료)	$/톤	56,848	60,316	61,231	56,201	52,827	52,000	52,000	52,000			78,371	75,968	68,303	62,960	56,791	61,044	58,649	52,207	51,000
환율	원/달러	1,277	1,316	1,313	1,322	1,329	1,350	1,320	1,300	1,134	1,161	1,131	1,100	1,165	1,180	1,144	1,292	1,307	1,325	1,260
사업부문별 가격 및 스프레드																				
싱가폴정제마진(Datastream)	$/배럴	8.2	4.0	9.7	5.0	7.3	3.7	4.2	5.5	7.6	6.1	7.1	5.9	3.7	0.4	3.5	10.8	6.7	5.2	5.8
OSP(초경질 15%, 경질 25%, 중질 60%)	$/배럴	4.4	2.6	3.0	3.6	2.5	1.4	2.4	1.5	-1.2	-2.0	-0.8	0.0	1.0	-0.5	1.5	4.6	3.4	2.0	2.4
OSP 50% 반영후 싱가폴정제마진	$/배럴	6.0	2.7	8.2	3.2	6.1	3.0	3.0	4.7	8.2	7.1	7.5	5.9	3.2	0.7	2.7	8.5	5.0	4.2	4.6
석화마진(주력제품 가중평균 스팟마진)	$/톤	312	371	338	295	303	334	350	368	335	389	398	398	377	223	270	294	329	339	339
윤활기유 마진(윤활유-50%*B/C-0.5*등유)	$/배럴	61	78	54	67	52	51	55	57	29	38	40	35	40	36	63	59	65	53	53
배터리 스프레드	$/톤	13,601	15,475	14,904	14,115	15,599	15,090	15,797	16,223	0		22,867	14,809	24,583	26,790	16,127	12,512	14,524	15,677	17,002
(변동률, 전분기 대비)		0%	14%	-4%	-5%	11%	-3%	5%	3%			-7%	-35%	66%	9%	-40%	-22%	16%	4%	8%
배터리 스프레드(스팟)	$/톤	12,778	15,984	16,101	14,576	16,471	15,448	15,723	16,223			21,991	14,264	25,638	26,976	15,923	11,787	14,860	15,966	16,986
배터리 원료조달 시차	$/톤	- 823	508	1,197	461	872	358	- 74	-		-	1,168	- 546	1,056	186	- 203	- 725	336	289	- 16
※배터리-45%*양극재-23%*인조흑연-8%*분리막																				
매출액	**억원**	**191,429**	**187,272**	**198,891**	**195,293**	**188,551**	**183,321**	**175,827**	**177,602**	**483,563**	**395,205**	**461,627**	**542,165**	**498,765**	**345,499**	**468,534**	**780,569**	**772,885**	**725,301**	**688,012**
정유사업	억원	116,069	107,429	123,228	128,770	128,780	120,369	109,405	106,680	352,997	283,698	333,368	391,935	358,168	226,380	295,971	525,817	475,496	465,234	380,489
석화사업	억원	25,351	28,574	28,997	24,520	24,520	25,333	25,719	25,479	92,880	76,865	93,392	106,844	95,424	70,541	95,433	110,269	107,442	101,051	87,511
윤활유사업	억원	13,023	11,097	11,866	10,942	10,942	10,226	9,849	9,462	26,188	25,358	30,474	32,661	31,583	23,713	33,512	49,815	46,928	40,479	38,869
E&P	억원	3,285	2,488	2,389	3,100	3,701	3,921	3,641	3,395	6,286	5,305	6,358	7,550	6,687	4,448	8,817	15,255	11,262	14,658	12,416
배터리사업	억원	33,053	36,961	31,727	27,231	16,838	19,369	22,992	28,201			1,457	3,482	6,903	16,102	30,398	76,177	128,972	87,400	150,765
분리막 등 기타	억원	648	723	684	730	3,770	4,103	4,221	4,385						4,315	4,403	3,236	2,785	16,479	17,962
영업이익	**억원**	**3,750**	**-1,068**	**15,631**	**726**	**6,247**	**3,760**	**3,497**	**6,309**	**19,796**	**32,283**	**32,218**	**21,032**	**12,693**	**-24,203**	**17,417**	**39,173**	**19,039**	**19,813**	**28,146**
원유제고평가益 영업이익(E)		**5,925**	**-2,914**	**11,482**	**3,065**	**5,237**	**2,580**	**3,897**	**6,609**	**26,096**	**28,481**	**30,144**	**20,476**	**11,401**	**-16,434**	**6,729**	**24,304**	**17,558**	**18,303**	**29,346**
정유사업	억원	2,748	-4,114	11,125	-1,658	5,911	1,725	329	954	12,845	19,393	15,021	7,132	4,503	-22,228	11,616	33,911	8,107	8,919	6,490
석화사업	억원	1,089	1,702	2,370	4	1,245	1,423	1,513	2,034	4,310	9,187	13,772	11,175	7,056	-1,212	1,616	1,271	5,165	6,215	8,743
윤활유사업	억원	2,592	2,599	2,617	2,170	2,204	2,271	2,393	2,502	2,947	4,685	5,049	4,607	3,058	2,622	9,609	10,532	9,978	9,370	8,398
E&P사업	억원	1,135	682	794	1,071	1,544	1,759	1,799	1,789	620	1,052	1,884	2,538	1,961	1,437	3,286	6,415	3,682	6,891	5,601
배터리사업(미국 IRA 보조금 반영후)	억원	-3,447	-1,315	-861	-186	-3,315	-2,611	-1,933	-557			-2,321	-3,175	-3,091	-4,265	-6,827	-9,912	-5,809	-8,416	1,057
분리막 등 기타	억원	-367	-622	-414	-681	-1,342	-807	-604	-413						-557	-1,883	-3,044	-2,084	-3,166	-2,143
※ 미국 IRA 생산보조금 최대치 추정	억원		1,670	2,099	2,410	385	936	1,171	1,596									6,179	4,088	6,524
SK온㈜ 실적 반영 비율			100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%									100%	100%	100%
영업이익률	**%**	**2.0%**	**-0.6%**	**7.9%**	**0.4%**	**3.3%**	**2.1%**	**2.0%**	**3.6%**	**4.1%**	**8.2%**	**7.0%**	**3.9%**	**2.5%**	**-7.0%**	**3.7%**	**5.0%**	**2.5%**	**2.7%**	**4.1%**
원유제고평가益 영업이익률	**%**	**3.1%**	**-1.6%**	**5.8%**	**1.6%**	**2.8%**	**1.4%**	**2.2%**	**3.7%**	**5.4%**	**7.2%**	**6.5%**	**3.8%**	**2.3%**	**-4.8%**	**1.4%**	**3.1%**	**2.3%**	**2.5%**	**4.3%**
정유사업	%	2.4%	-3.8%	9.0%	-1.3%	4.6%	1.4%	0.3%	0.9%	3.6%	6.8%	4.5%	1.8%	1.3%	-9.8%	3.9%	6.4%	1.7%	1.9%	1.7%
석화사업	%	4.3%	6.0%	8.2%	0.0%	5.1%	5.6%	5.9%	8.0%	4.6%	12.0%	14.7%	10.5%	7.4%	-1.7%	1.7%	1.2%	4.8%	6.2%	10.0%
윤활유사업	%	19.9%	23.4%	22.1%	19.8%	20.1%	22.2%	24.3%	26.4%	11.3%	18.5%	16.6%	14.1%	9.7%	11.1%	28.7%	21.1%	21.3%	23.1%	21.6%
E&P사업	%	34.6%	27.4%	33.2%	34.5%	41.7%	44.9%	49.4%	52.7%	9.9%	19.8%	29.6%	33.6%	29.3%	32.3%	37.3%	42.1%	32.7%	47.0%	45.1%
배터리사업(미국 IRA 보조금 반영후)	%	-10.4%	-3.6%	-2.7%	-0.7%	-19.7%	-13.5%	-8.4%	-2.0%			-159.3%	-91.2%	-44.8%	-26.5%	-22.5%	-13.0%	-4.5%	-9.6%	0.7%
분리막 등 기타	%	-56.7%	-86.0%	-60.5%	-93.3%	-35.6%	-19.7%	-14.3%	-9.4%						-12.9%	-42.8%	-94.1%	-74.8%	-19.2%	-11.9%
외환손익	**억원**	**-1,350**	**65**	**-1,306**	**-1,571**	**-1,280**	**-261**	**744**	**372**	**-1,790**	**-380**	**1,006**	**-1,009**	**-1,047**	**522**	**-1,819**	**-628**	**-4,162**	**-425**	**1,633**
지배주주 순이익	**억원**	**-1,311**	**-2,221**	**6,913**	**-818**	**-726**	**294**	**1,937**	**3,780**	**8,150**	**16,713**	**21,038**	**16,511**	**-357**	**-21,728**	**2,921**	**15,690**	**2,563**	**5,265**	**16,327**
주당순이익	원/주									8,748	17,988	22,643	17,752	-428	-23,498	3,293	16,553	2,658	5,251	16,221
주당순자산	원/주									170,504	183,525	194,069	205,466	198,025	173,957	206,117	224,391	230,495	242,405	259,331
주당EBITDA	원/주									31,277	44,206	44,118	32,615	26,437	-12,825	34,871	59,465	33,961	41,875	51,302
주당배당액	원/주									4,800	6,400	8,000	8,000	3,000	0	주식배당	주식배당 자사주소각			
자기자본이익률	**%**									**5.1%**	**9.8%**	**11.7%**	**8.6%**	**-0.2%**	**-13.5%**	**1.6%**	**7.4%**	**1.2%**	**2.2%**	**6.3%**

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 정유 업황 사이클 : 2024 년 하반기 ~ 2026 년 사이클 횡보기(증설 압박 둔화 & 수요 둔화)



자료: 유안타증권 리서치센터

표 2. 2021~2025 년 분기별 주요 글로벌 정유설비 증설 계획 : **2024 년 상반기에 양산이 연기되었던 Dangote, KPC, Olmeca 대형 정유설비 양산 개시**

분 기	글로벌 주요 정유설비(상압정제설비) 증설				
	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
1분기	KPC Mina al-Ahmadi(쿠웨이트) -12.0만	ZPC(중국) 20만b/d	Thai Oil(태국) 12.5만b/d Exxon Mobil(미국) 25만b/d CNPC/PDVSDA(중국) 40만b/d	Idemitsui(일본) -12.0만b/d Phillips66(미국) -12.5만b/d Phillips66(미국, 바이오정유) 5만b/d Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65만b/d KPC Al-zour(쿠웨이트) 61.5만b/d	Yulong(중국) 43만b/d BAPCO(바레인) 11.3만b/d
2분기	Aramco(사우디) 40만b/d Omsk(러시아) 13.3만b/d BP Kwinana(호주) -14.6만b/d	Donges(프랑스) 22.2만b/d	Abadan(이란) 23만/d	Olmeca(멕시코) 34만b/d	Sinopec Zhenhai(중국) 25.8만b/d Indian Oil(인도) 20.8만b/d
3분기	ZPC(중국) 20만b/d Ampol(호주) -10.9만b/d Shell Pulau Bukom(싱가폴) -20만b/d	Petronas(말레시아) 22만b/d(재가동) HPCL(인도) 12.5만b/d 중국 local -10만b/d Abadan(이란) -23.5만/d	Hebei(중국) 16만b/d	Karbala(이라크) 14만b/d	
4분기	중국 Local -19.6만b/d	Shenghong(중국) 32만b/d ENEOS(일본) -11.2만b/d	Sinopec Hainan(중국) 10만b/d ENEOS(일본) -11.9만b/d Al-Duqm(오만) 23만b/d		
글로벌 순증 합계	**△43만b/d 순폐쇄**	**54만b/d 순증설**	**163만b/d 순증설**	**157만b/d 순증설**	**98만b/d 순증설**

자료: 언론발표, Thai oil, 유안타증권 리서치센터

표 3. Sum-of-the-parts 로 계산된 SK 이노베이션㈜ 적정 주가 : **배터리 흑자전환을 가정할 경우 20 만원(기존 24 만원에서 하향)**

	기준일 (2024.6월)	주요 내역								
(+) 영업자산가치 (억원)	**420,096**	사업 부문	지분율	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	(참고)	할인율	적정사업가치(억원)
(배터리 흑자가치 적용)		▶정유부문	100%	11,887	3,051	14,938	7.5	← 호황사이클로 전환(기존 평균)	20%	89,630
배터리 보수적 평가시 →	282,490	▶석화부문	100%	8,595	1,548	10,143	6.5	← 평균사이클로 전환(기존 악세)	20%	52,745
배터리 중립 평가시 →	319,538	▶윤활유부문	60%	5,544	818	6,362	11.5	←호황사이클 반영	20%	35,118
배터리 흑자전환 적용시 →	420,096	▶자원개발부	100%	5,391		5,391	7.2	매장량 3.8억배럴 x 배럴당 8.5$	20%	30,901
		▶ 배터리+분리막	중립 평가	2,065	11,693	13,757	21.0	중립(지주사할인 적용)→	50%	111,143
		배터리 지분율 80%	가장 보수적	2,065	11,693	13,757	14.0	보수적(SDI밸류+지주사할인)→	50%	74,095
		분리막 지분율 61%	가장 낙관적	2,065	11,693	13,757	25.0	낙관적(지주사할인 해소)→	20%	211,701
										(참고로, 2023년 Pre-ipo에서 적용된 배터리 가치 22조원)
		사업가치 합산						배터리 중립 평가시 →		**319,538**
								배터리 보수적 평가시 →		**282,490**
								배터리 흑자전환 적용시 →		**420,096**

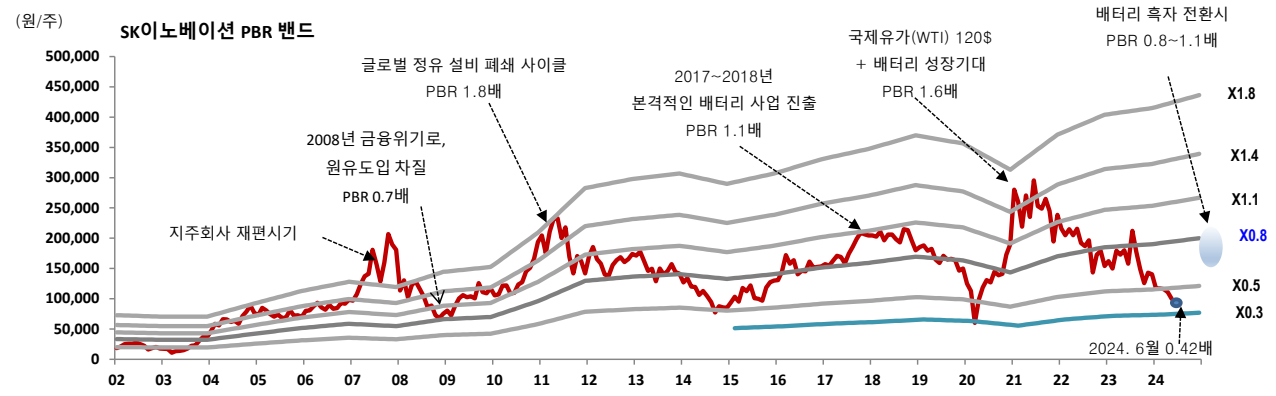
(+) 투자자산가치 (억원)	**23,896**	투자자산 구성	지분율	순자산(2023년 12월)	PBR(배)	적정가치(억원)	비 고
		Sinopec SK 우한	35%	9,093	0.5	4,547	중국 NCC업체
		대한송유관공사	41%	3,186	0.5	1,593	국내 원유수송
		전략비축유		677만배럴	배럴당 85$	6,790	
		기타		21,933	0.5	10,967	
		합 계				**23,896**	

(-) 순차입금 (억원)	**254,874**						
현금성자산	133,499	SK온㈜ 배터리 보유현금 3.4조원					
(-) 총차입금	349,242	**SK온㈜ 배터리 차입금 18.9조원 + 2024년 하반기 추가 차입금 3조원**					
(-) 탄소배출부담	37,258	연간배출량(톤)	탄소가격($/톤)	환율	연간 사회적부담액	WACC	현재가치 환산액
		11,177,366	20	1250	2,794	7.50%	37,258

보통주 주주가치(A, 억원)	**189,118**	
[시나리오별 주가]		
배터리 보수적 평가시 →	51,513	
배터리 중립 평가시 →	88,561	
낙관적(지주사 할인 축소) →	189,118	
발행주식수(B, 주)	95,214,425	총발행주식수 95,735,590주 - 자사주 521,165주
보통주 1주당 가치(원/주)	**200,000**	※목표주가 변경(기존 24만원 → 20만원) : ① SK온㈜ Capex 7.5조원 및 EBITDA 부진으로 인해, 차입금 부담 규모 확대 19조원 -> 22조원
[시나리오별 주가]		
배터리 보수적 평가시 →	50,000	
배터리 중립 평가시 →	90,000	
배터리 흑자 전환 평가시	200,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. SK 이노베이션㈜의 PBR 밴드 (0.5~1.4 배 등락) : 2024 년 정유/PX/윤활유 호조 반영 0.8 배 → 배터리 흑자에 성공할 경우 1.1 배



자료: 유안타증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**780,569**	**772,885**	**725,301**	**688,012**	**779,424**
매출원가	710,297	722,745	669,446	625,587	711,209
매출총이익	70,272	50,140	55,855	62,426	68,215
판관비	31,099	37,272	36,428	34,280	38,834
영업이익	**39,173**	**19,039**	**19,813**	**28,146**	**29,381**
EBITDA	57,105	33,168	42,673	52,279	53,701
영업외손익	-10,572	-9,717	-11,402	-6,840	-11,409
외환관련손익	-2,559	-1,020	-424	1,633	744
이자손익	-4,404	-7,488	-9,425	-11,324	-12,805
관계기업관련손익	23	1,330	-395	438	628
기타	-3,632	-2,539	-1,157	2,412	24
법인세비용차감전순손익	28,602	9,322	8,411	21,306	17,972
법인세비용	9,650	3,773	3,143	5,116	4,304
계속사업순손익	18,952	5,549	5,268	16,189	13,668
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	18,952	5,549	5,268	16,189	13,668
지배지분순이익	**15,690**	**2,563**	**5,285**	**16,327**	**13,686**
포괄순이익	20,659	6,543	14,752	16,189	13,668
지배지분포괄이익	18,034	3,662	12,038	16,327	13,686

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	**4,066**	**53,679**	**17,039**	**21,484**	**11,379**
당기순이익	18,952	5,549	5,268	16,189	13,668
감가상각비	16,163	18,213	20,098	21,452	22,037
외환손익	-3,765	-1,950	-182	-1,633	-744
종속,관계기업관련손익	-23	-1,387	395	-438	-628
자산부채의 증감	-42,704	37,662	-5,924	-6,559	-13,547
기타현금흐름	15,442	-4,409	-2,616	-7,527	-9,406
투자활동 현금흐름	**-51,233**	**-112,442**	**-87,316**	**-70,279**	**-71,538**
투자자산	-7,098	-11,372	214	88	-282
유형자산 증가 (CAPEX)	-67,766	-112,381	-85,500	-72,000	-72,000
유형자산 감소	670	212	80	0	0
기타현금흐름	22,961	11,099	-2,110	1,633	744
재무활동 현금흐름	**105,072**	**94,904**	**45,384**	**41,306**	**42,729**
단기차입금	67,096	6,064	7,076	1,306	2,729
사채 및 장기차입금	31,512	30,931	39,568	40,000	40,000
자본	5,004	22,387	0	0	0
현금배당	-2,172	-3,139	-97	0	0
기타현금흐름	3,631	38,661	-1,163	0	0
연결범위변동 등 기타	2,649	-188	-14,488	12,879	18,816
현금의 증감	**60,553**	**35,953**	**-39,381**	**5,389**	**1,387**
기초 현금	34,238	94,791	130,744	91,363	96,752
기말 현금	94,791	130,744	91,363	96,752	98,139
NOPLAT	**39,173**	**19,039**	**19,813**	**28,146**	**29,381**
FCF	**-63,700**	**-58,702**	**-68,461**	**-50,516**	**-60,621**

재무상태표 (단위: 억원)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	**319,667**	**332,796**	**302,481**	**300,005**	**334,616**
현금및현금성자산	94,791	130,744	91,363	96,752	98,139
매출채권 및 기타채권	80,952	78,186	82,961	81,763	99,172
재고자산	118,577	111,227	113,877	107,211	123,026
비유동자산	352,522	475,559	560,913	608,693	656,655
유형자산	251,106	358,434	443,005	493,552	543,516
관계기업등 지분관련자산	47,717	60,493	62,694	62,694	62,694
기타투자자산	7,463	6,807	7,052	6,964	7,246
자산총계	**672,189**	**808,355**	**863,394**	**908,698**	**991,271**
유동부채	275,572	293,992	280,439	282,792	324,072
매입채무 및 기타채무	144,107	173,199	164,914	153,629	176,884
단기차입금	75,586	81,849	88,941	90,252	92,962
유동성장기부채	48,393	34,355	22,411	34,908	49,675
비유동부채	164,194	214,164	263,859	290,620	318,246
장기차입금	49,840	77,110	106,726	148,579	179,579
사채	84,197	100,037	122,818	108,469	102,701
부채총계	**439,766**	**508,155**	**544,298**	**573,412**	**642,318**
지배지분	196,516	222,027	233,830	250,157	263,843
자본금	4,686	5,095	5,095	5,095	5,095
자본잉여금	81,980	103,958	103,958	103,958	103,958
이익잉여금	115,797	112,528	109,974	126,301	139,988
비지배지분	35,907	78,173	85,267	85,129	85,110
자본총계	**232,423**	**300,200**	**319,097**	**335,286**	**348,954**
순차입금	**161,894**	**175,233**	**262,275**	**298,192**	**339,534**
총차입금	273,492	310,487	357,131	398,437	441,166

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	16,553	2,658	5,251	16,221	13,597
BPS	224,391	230,495	242,405	259,331	273,519
EBITDAPS	59,465	33,961	41,875	51,302	52,697
SPS	812,834	791,369	711,749	675,158	764,861
DPS	0	0	0	0	0
PER	**11.6**	**62.3**	**20.2**	**6.6**	**7.8**
PBR	**0.9**	**0.7**	**0.4**	**0.4**	**0.4**
EV/EBITDA	**6.7**	**12.4**	**10.6**	**9.3**	**9.8**
PSR	**0.2**	**0.2**	**0.1**	**0.2**	**0.1**

재무비율 (단위: 배, %)

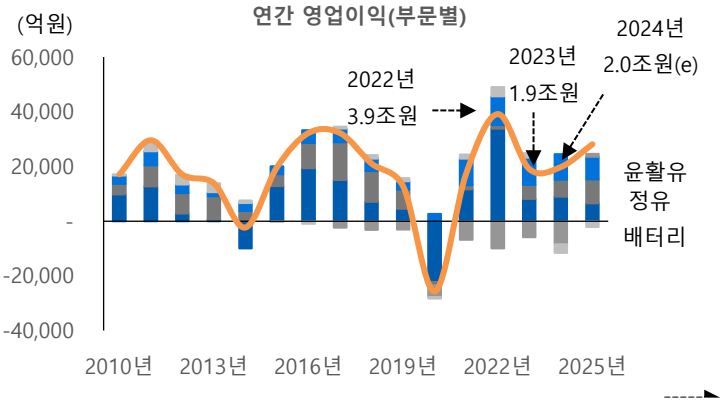
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	**66.6**	**-1.0**	**-6.2**	**-5.1**	**13.3**
영업이익 증가율 (%)	**124.9**	**-51.4**	**4.1**	**42.1**	**4.4**
지배순이익 증가율 (%)	**437.2**	**-83.7**	**106.3**	**208.9**	**-16.2**
매출총이익률 (%)	9.0	6.5	7.7	9.1	8.8
영업이익률 (%)	**5.0**	**2.5**	**2.7**	**4.1**	**3.8**
지배순이익률 (%)	2.0	0.3	0.7	2.4	1.8
EBITDA 마진 (%)	7.3	4.3	5.9	7.6	6.9
ROIC	9.2	3.1	2.4	4.0	4.0
ROA	2.7	0.3	0.6	1.8	1.4
ROE	**8.5**	**1.2**	**2.3**	**6.7**	**5.3**
부채비율 (%)	189.2	169.3	170.6	171.0	184.1
순차입금/자기자본 (%)	82.4	78.9	112.2	119.2	128.7
영업이익/금융비용 (배)	6.1	1.7	1.5	1.9	1.8

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

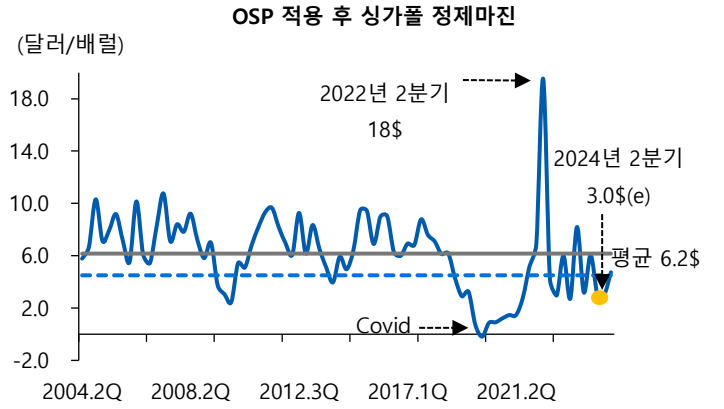
Key Chart

연간 영업이익 전망 :
2022년 3.9조원, 2023년 1.9조원, 2024년 2.0조원(e), 2025년 2.8조원(e, 배터리 흑전 가정)



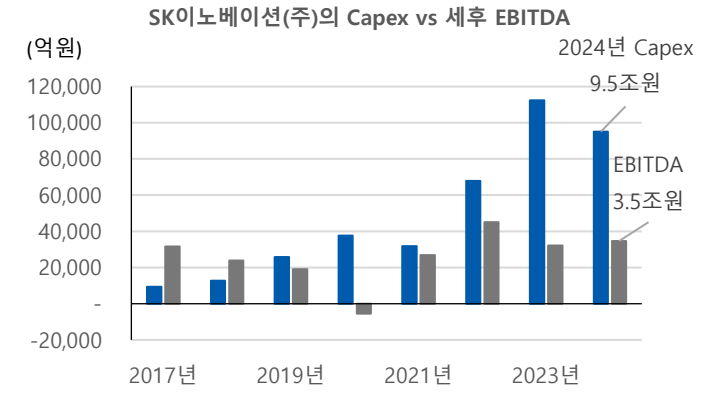
자료: 유안타증권 리서치센터

싱가폴 정제마진(OSP반영 후) :
2022년 8.5$, 2023년 5.0$, 2024년 1분기 6.1$, 2분기 3.0$(e)



자료: 유안타증권 리서치센터

영업활동 Cash 흐름:
2024년 Capex 9 ~ 10조원(배터리 7.5조원) vs 세후 EBITDA 3.5조원



자료: 유안타증권 리서치센터

유안타 ESG Tearsheet

산업재/소재/자동차 산업내 순위	8위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+9점
E (Environment)	+2점
S (Social)	+3점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+3점

ESG 평가 기업	SK 이노베이션
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	096770 KS
Industry	정유/화학
Analyst	황규원
Analyst Contact	kyuwon.hwang@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
SK 이노베이션	**2**	**3**	**1**	**6**
LG 화학	2	1	-1	2
SK 아이이테크놀로지	4	3	-1	6
롯데케미칼	2	1	-1	2
SKC	-4	3	3	2
S-Oil	-3	1	1	-1
한화솔루션	2	-1	-1	0
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 SK 이노베이션 포함 73 개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

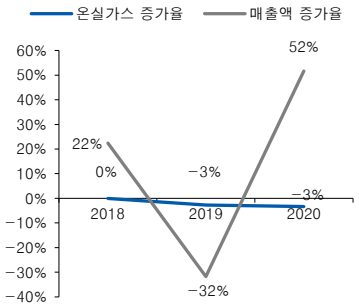
+4	**ESG 외부평가기관 수상 내역**
+2	S&P: DJSI Asia Pacific 5년 연속 편입, 한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A+
+1	서스틴배스트(2021): ESG 전체등급 AA
+1	한국경영인증원(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
-1	**최근 이슈 관련 애널리스트 Comments**
	SK 배터리 물적분할 논란 이후, 주주가치 제고 노력에 부진함
	LG 와의 소송패소, SK 온 물적분할 등을 결정한 CEO 능력에 대한 의문이 남아 있음
	친환경 플라스틱 등 새로운 기술개발 진행은 긍정적임

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 :+3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회의장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



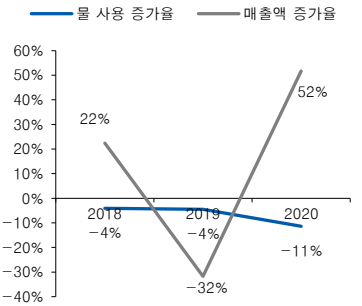
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준

▶ 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

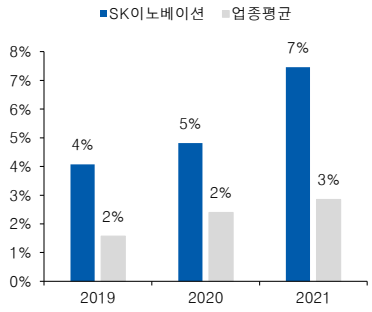


주: 국내 취수량 기준

▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

Social

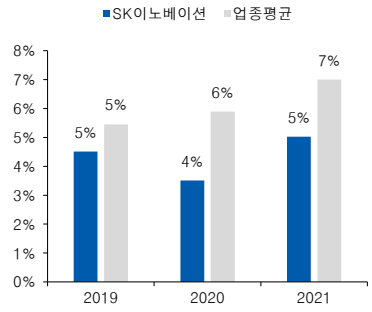
여성임원비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영

▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

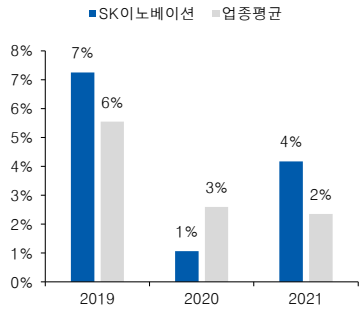
계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영

▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

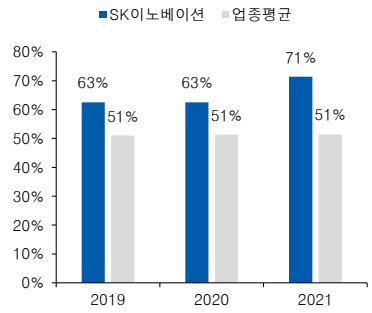


주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영

▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 상위 = +1점

Governance

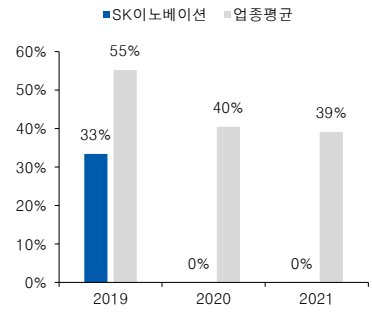
사외이사 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영

▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

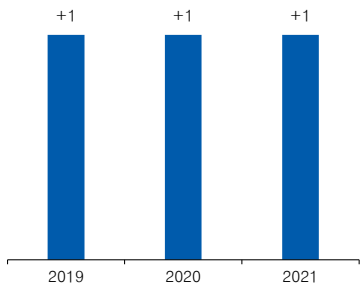
배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영

▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부

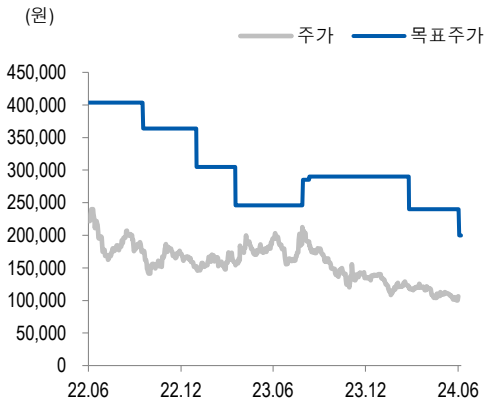


주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1

▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-06-04	BUY	200,000	1년		
2024-02-27	BUY	240,000	1년	-52.97	-47.67
2023-08-14	BUY	290,000	1년	-51.36	-37.93
2023-08-01	BUY	285,346	1년	-31.61	-27.63
2023-03-21	BUY	245,988	1년	-27.62	-13.60
2023-01-03	BUY	305,025	1년	-47.85	-42.97
2022-09-19	BUY	364,062	1년	-54.94	-48.78
2022-09-01	BUY	403,420	1년	-54.66	-53.05
2022-09-01	BUY	364,062	1년	-50.95	-50.95

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84.4
Hold(중립)	15.6
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-06-03 ※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **황규원**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.