

(Analyst) 이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com
(Analyst) 김철중 chuljoong.kim@miraeeasset.com

(RA) 김태형 taehyoung.kim@miraeeasset.com



096770 · 석유정제

SK이노베이션

보수적인 배터리 업황 가정해 목표주가 하향 조정

(유지) 매수	목표주가 150,000원 ▼	상승여력 24.2%	현재주가(24/2/6) 120,800원				
KOSPI	2,576.20	시가총액(십억원)	12,159	발행주식수(백만주)	96	외국인 보유비중(%)	21.8

Report summary

목표주가 15만원으로 25% 하향. 매수 의견 유지

목표주가 조정 요인은 SKON의 실적 전망치 하향이다. 하지만 정유와 E&P 부문에 대한 실적 전망치는 상향 조정했으며, 자사주 소각(492만 주) 발표 역시 동사의 주주환원에 대한 노력으로 보인다. 12MF PBR 0.5배로 여전히 저평가 구간임을 고려하여 매수 의견은 유지한다.

4Q23 리뷰 및 향후 전망

SK이노베이션의 4Q23 영업이익은 726억원으로 시장 기대치를 소폭 하회했다(컨센서스 1,433억원). 영업이익 감소 요인은 정유(재고 및 OSP 효과)와 화학(정기보수) 부문의 부진이다. 동사 1Q24 영업이익은 1,980억원으로 전분기(726억원) 대비 개선을 전망한다. 다만, 전사 영업이익의 개선에도 배터리 부문의 1Q24 실적은 북미 라인 출하량 및 AMPC 감소 때문에 크게 부진할 가능성이 높다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-9.5	-40.5	-28.2
상대주가	-9.4	-39.9	-32.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	46,853	78,057	77,288	72,788	78,229
영업이익 (십억원)	1,742	3,917	1,527	2,718	6,187
영업이익률 (%)	3.7	5.0	2.0	3.7	7.9
순이익 (십억원)	292	1,569	328	1,393	3,948
EPS (원)	3,042	16,339	3,355	13,668	38,738
ROE (%)	1.8	8.5	1.5	6.0	15.5
P/E (배)	77.2	9.3	41.8	8.8	3.1
P/B (배)	1.2	0.7	0.6	0.5	0.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	3.6	4.1	4.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

시황 및 전망

4Q23 리뷰: 정유의 예견된 부진

SK이노베이션의 4Q23 영업이익은 726억원으로 시장 기대치를 소폭 하회했다(컨센서스 1,433억원, 전분기 1조 5,631억원). 전분기 대비 영업이익이 크게 감소한 요인은 정유와 화학 부문의 부진이다. 정유 부문 영업이익은 -1,652억원으로 전분기 대비 적자 전환했으며, 재고관련효과(-2,342억원)와 OSP 효과(-2,145억원) 등이 크게 영향을 미친 것으로 추정한다. 화학 부문도 영업이익 4억원(전분기 2,370억원)으로 이익 폭이 크게 감소했으며, 재고관련손실 및 정기보수 영향이 컸다.

배터리 부문은 예상 외로 적자폭을 줄인 -186억원(전분기 -861억원)을 기록했다. AMPC 증가(3Q 2,100억원 → 4Q 2,400억원) 및 전사의 점진적 수출 개선으로 전분기 대비 수익성이 높아졌다.

표 1. SK이노베이션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023P	2024F
매출액	전체	19,142.9	18,727.2	19,889.1	19,529.3	17,988.9	17,747.7	18,148.5	18,902.7	78,056.9	77,288.5	72,787.9
	정유	11,606.9	10,742.9	12,322.8	12,878.0	11,248.1	10,920.1	10,578.5	10,604.4	52,581.7	47,550.6	43,351.2
	화학	2,535.1	2,857.4	2,899.7	2,452.0	3,006.2	2,971.5	3,013.9	3,057.3	11,026.9	10,744.2	12,048.8
	윤활기유	1,302.3	1,109.7	1,186.6	1,094.2	1,272.6	1,174.6	1,147.3	1,142.6	4,981.5	4,692.8	4,737.2
	E&P	328.5	248.8	238.9	310.0	396.1	383.9	389.7	385.1	1,526.4	1,126.2	1,554.8
	SKON	3,305.3	3,696.1	3,172.7	2,723.1	1,995.8	2,227.7	2,949.1	3,643.3	7,617.7	12,897.2	10,815.9
	SKIET	143.0	151.8	181.2	191.3	192.4	219.3	259.1	284.2	582.8	781.1	1,157.5
영업이익	전체	375.0	-106.8	1,563.1	72.6	198.0	609.8	890.7	1,019.5	3,917.3	1,903.9	2,718.0
	정유	274.8	-411.2	1,112.5	-165.2	309.9	486.0	431.9	471.1	3,391.1	810.9	1,698.8
	화학	108.9	170.2	237.0	0.4	74.4	97.7	111.2	131.2	127.1	516.5	414.5
	윤활기유	259.2	259.9	261.7	217.0	212.4	224.1	224.2	219.9	1,071.2	997.8	880.6
	E&P	113.5	68.2	79.4	107.1	130.7	126.7	128.6	127.1	641.5	368.2	513.1
	SKON	-344.7	-131.5	-86.1	-18.6	-479.4	-274.8	44.9	120.2	-1,072.7	-580.9	-589.1
	SKIET	-4.0	1.0	6.7	9.3	19.3	21.9	39.6	49.1	-46.7	108.5	252.9
세전이익	156.3	-257.9	1,086.3	-61.1	3.9	403.1	675.2	797.5	2,860.2	923.7	1,879.6	
순이익(지배)	-131.1	-222.1	691.3	-10.3	2.9	298.7	500.3	591.0	1,569.0	327.7	1,392.8	

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

1Q24 및 24년 전망: SKON, 극단적 상저하고

동사 1Q24 영업이익은 1,980억원으로 전분기(726억원) 대비 개선을 전망한다. 다만, 전사 영업이익의 개선에도 배터리 부문의 1Q24 실적은 크게 부진할 가능성이 높다. 언론 보도에 따르면 1Q24 중 북미 라인 고객사 전환이 진행 중인 것으로 추정된다. 따라서 1Q24 북미 라인 출하량 및 AMPC 감소를 예상한다. 배터리의 부진은 나머지 부문들의 호실적이 상쇄해 줄 전망이다. 정유는 부족한 정제설비의 순증설, 생각보다 견조한 미국 수요, OSP 인하 등으로 호실적을 전망한다.

당사는 SKON의 실적을 1Q24를 바닥으로 반등하는 극단적인 상저하고로 전망한다. 1Q24 라인 전환이 완료되면, 2분기부터 점진적 물량 개선이 진행될 것이다.

투자의견

목표주가 15만원으로 하향. 매수 의견 유지

동사에 대한 목표주가를 15만원으로 25% 하향 조정하고, 투자의견은 매수로 유지한다. 목표주가 조정 요인은 SKON의 실적 전망치 하향이며, 기존 실적 전망치 대비 약 60%를 낮췄다. 그리고 이번 자사주 492만 주 소각 발표를 반영했다. 반면, 정유와 E&P 실적 전망치는 각각 25%, 18% 상향 조정했다. 최근 미국 한파 및 홍해 운송 차질로 인한 정제마진 강세와 남중국해 17-03 광구의 빠른 램프업을 반영했다. SKON의 상반기 실적 부진으로 인해 목표주가는 하향 조정하나, 12MF PBR 0.5배로 여전히 저평가 구간임을 고려하여 매수 의견은 유지한다.

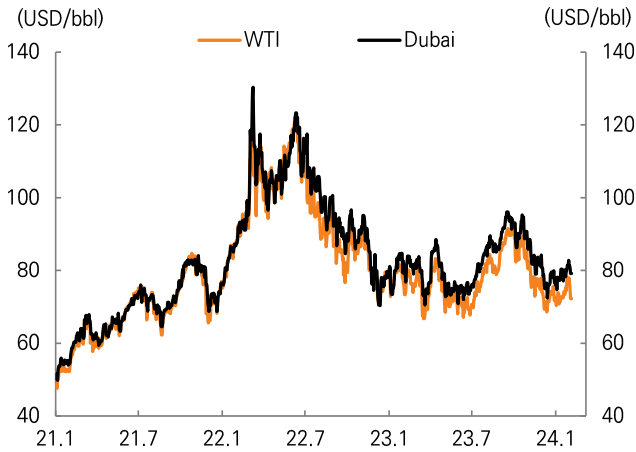
표 2. SK이노베이션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

		12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	
사업 가치	정유	2,439.7	4.5	10,881.0	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	화학	768.8	6.0	4,646.9	국내 화학사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	윤활유	945.0	4.5	4,214.8	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	E&P	577.5	4.5	2,575.7	미국 E&P 12MF 평균 EV/EBITDA에서 시장 할인률 30% 적용
	SK ON	1,120.9	15.0	6,725.6	EBITDA 기준 전망치 대비 60% 하향. Target EV/EBITDA 15배 유지
	SKIET	460.0	17.5	985.3	24년 예상 EBITDA에 창신신소재 EV/EBITDA 적용 지분율 61.2%, 지주사 할인율 80%
	계			30,029.3	
	순차입금			15,566.5	차입금 29.0조 - 현금 13.4조 (4Q23)
	우선주 시가총액			107.6	
	Equity Value			14,355.2	
	주식수			95.7	자사주 소각 반영(-492만 주)
	목표가			149,946	목표주가 15만원 산출

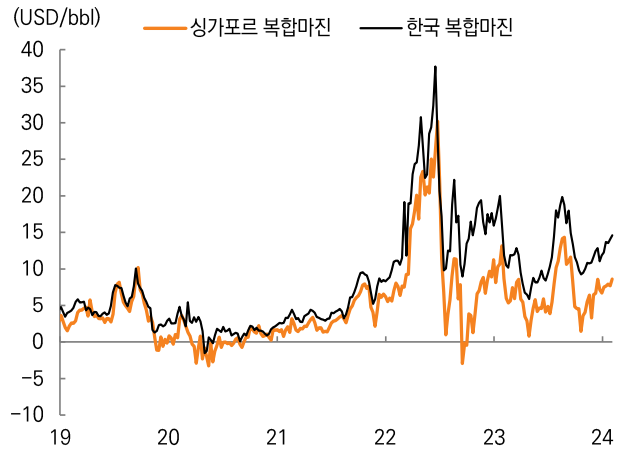
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국제유가 추이



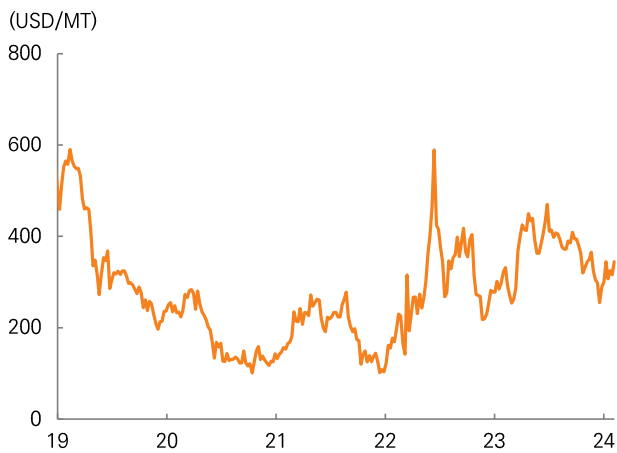
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 정제마진 추이



자료: 페트로넷, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. PX 스프레드 추이



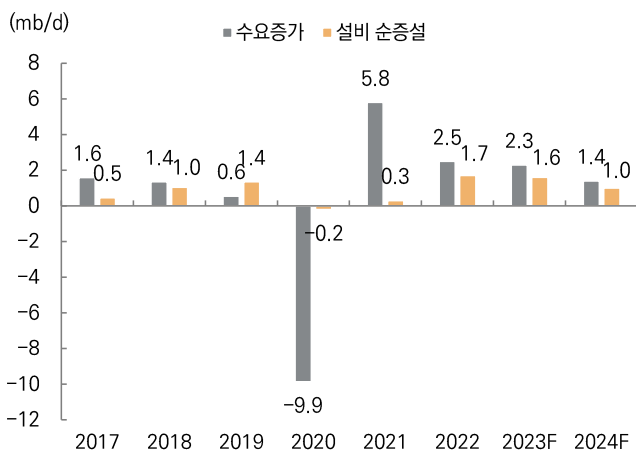
자료: Ciscem, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 석유제품별 마진 추이



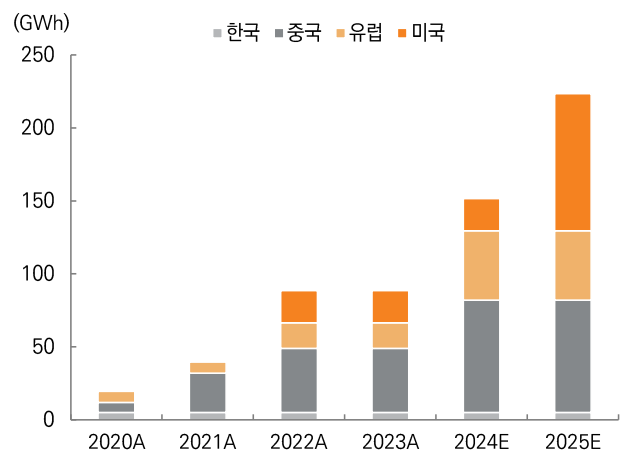
자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 정제설비 순증설 및 수요 성장 전망



자료: IEA, EIA, OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. SKON 생산능력 증설 계획



자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	78,057	77,288	72,788	78,229
매출원가	71,030	72,078	66,386	68,358
매출총이익	7,027	5,210	6,402	9,871
판매비와관리비	3,110	3,684	3,684	3,684
조정영업이익	3,917	1,527	2,718	6,187
영업이익	3,917	1,527	2,718	6,187
비영업손익	-1,057	-603	-838	-860
금융손익	-440	-775	-918	-940
관계기업등 투자손익	2	140	80	80
세전계속사업손익	2,860	924	1,880	5,327
계속사업법인세비용	965	377	414	1,172
계속사업이익	1,895	546	1,466	4,155
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,895	546	1,466	4,155
지배주주	1,569	328	1,393	3,948
비지배주주	326	219	73	208
총포괄이익	2,066	1,378	1,466	4,155
지배주주	1,803	987	1,312	3,717
비지배주주	262	391	155	438
EBITDA	5,710	3,576	5,409	9,091
FCF	-6,370	-5,471	-4,843	4,809
EBITDA 마진율 (%)	7.3	4.6	7.4	11.6
영업이익률 (%)	5.0	2.0	3.7	7.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.0	0.4	1.9	5.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	407	3,759	4,157	6,809
당기순이익	1,895	546	1,466	4,155
비현금수익비용가감	3,867	2,978	3,928	4,921
유형자산감가상각비	1,616	1,855	2,519	2,749
무형자산상각비	177	194	172	155
기타	2,074	929	1,237	2,017
영업활동으로인한자산및부채의변동	-4,270	1,745	80	-170
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2,424	-108	207	-439
재고자산 감소(증가)	-4,315	530	378	-802
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-284	-184	-293	622
법인세납부	-739	-694	-414	-1,172
투자활동으로 인한 현금흐름	-5,123	-9,181	-8,937	-2,134
유형자산처분(취득)	-6,710	-9,219	-9,000	-2,000
무형자산감소(증가)	-288	-101	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	2,404	-39	63	-134
기타투자활동	-529	178	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	10,507	7,478	-484	-480
장단기금융부채의 증가(감소)	9,861	3,798	-1	3
자본의 증가(감소)	500	2,242	0	0
배당금의 지급	-217	-305	-482	-482
기타재무활동	363	1,743	-1	-1
현금의 증가	6,055	2,390	-5,027	3,944
기초현금	3,424	9,479	11,869	6,842
기말현금	9,479	11,869	6,842	10,786

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

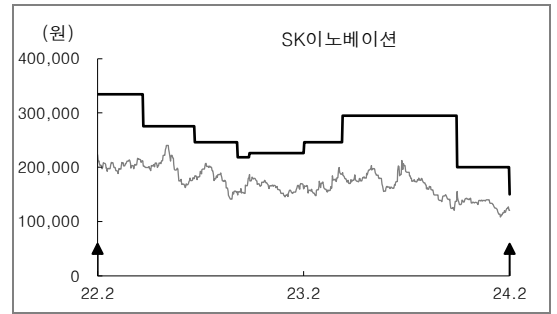
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	31,967	34,490	28,738	34,222
현금 및 현금성자산	9,479	11,869	6,842	10,786
매출채권 및 기타채권	7,846	7,998	7,742	8,286
재고자산	11,858	11,780	11,402	12,204
기타유동자산	2,784	2,843	2,752	2,946
비유동자산	35,252	44,155	50,300	49,744
관계기업투자등	4,772	4,870	4,713	5,045
유형자산	25,111	33,781	40,261	39,512
무형자산	2,078	2,103	1,931	1,776
자산총계	67,219	78,645	79,037	83,966
유동부채	27,557	28,743	28,201	29,352
매입채무 및 기타채무	11,900	13,577	13,142	14,066
단기금융부채	12,435	11,877	11,876	11,878
기타유동부채	3,222	3,289	3,183	3,408
비유동부채	16,419	20,806	20,757	20,862
장기금융부채	14,915	19,271	19,271	19,271
기타비유동부채	1,504	1,535	1,486	1,591
부채총계	43,977	49,549	48,958	50,213
지배주주지분	19,651	22,768	23,679	27,144
자본금	469	510	510	510
자본잉여금	8,198	10,399	10,399	10,399
이익잉여금	11,580	11,364	12,275	15,740
비지배주주지분	3,591	6,328	6,401	6,609
자본총계	23,242	29,096	30,080	33,753

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	9.3	41.8	8.8	3.1
P/CF (x)	2.5	3.9	2.3	1.4
P/B (x)	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	6.0	10.7	7.6	4.1
EPS (원)	16,339	3,355	13,668	38,738
CFPS (원)	60,001	36,074	52,928	89,064
BPS (원)	218,491	232,042	240,976	274,981
DPS (원)	0	5,000	5,000	4,800
배당성향 (%)	0.0	87.1	32.5	11.0
배당수익률 (%)	0.0	3.6	4.1	4.0
매출액증가율 (%)	66.6	-1.0	-5.8	7.5
EBITDA증가율 (%)	75.4	-37.4	51.3	68.1
조정영업이익증가율 (%)	124.9	-61.0	78.0	127.6
EPS증가율 (%)	437.2	-79.5	307.4	183.4
매출채권 회전율 (회)	14.8	12.2	11.5	12.1
재고자산 회전율 (회)	7.9	6.5	6.3	6.6
매입채무 회전율 (회)	9.6	7.9	7.4	7.5
ROA (%)	3.2	0.7	1.9	5.1
ROE (%)	8.5	1.5	6.0	15.5
ROIC (%)	8.7	2.0	4.7	10.3
부채비율 (%)	189.2	170.3	162.8	148.8
유동비율 (%)	116.0	120.0	101.9	116.6
순차입금/자기자본 (%)	69.7	60.4	75.3	55.1
조정영업이익/금융비용 (x)	6.1	1.3	2.2	5.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK이노베이션 (096770)				
2024.02.07	매수	150,000	-	-
2023.11.06	매수	200,000	-34.23	-27.75
2023.04.17	매수	295,186	-42.14	-28.00
2023.02.08	매수	245,988	-32.30	-18.80
2022.11.03	매수	226,309	-27.65	-19.57
2022.10.13	매수	218,437	-26.48	-17.34
2022.07.29	매수	245,988	-27.15	-15.80
2022.04.29	매수	275,506	-28.57	-12.86
2021.10.28	매수	334,544	-35.36	-20.00



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK이노베이션 을(들) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.