

EV/모빌리티팀

조현렬

Senior Analyst

hyunryul.cho@samsung.com

SK이노베이션 (096770)

2024년 하반기 전망 - 현대차그룹사 판매 실적이 중요

- 2024 실적은 국제유가 및 정제마진 하락 영향과 예상보다 부진한 배터리 출하량 회복세로 컨센서스 크게 하회 전망.
- 2024년 하반기 배터리 자회사의 펀더멘탈에 있어 신규 공장 및 기존 공장 라인 전환이 대응할 현대차그룹의 판매 실적이 보다 중요.
- 이익 전망치 하향을 감안해도 최근 Peer multiple 상향으로 SOTP Valuation상 목표주가 유지. 투자 심리 회복은 SK온 적자 축소와 함께 수반될 것.

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	150,000원	43.3%
현재주가	104,700원	
시가총액	10.0조원	
Shares (float)	95,735,590주 (62.1%)	
52주 최저/최고	100,000원/212,534원	
60일-평균거래대금	440.6억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK이노베이션 (%)	-2.8	-24.6	-43.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	-5.3	-30.7	-47.3

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	150,000	150,000	0.0%
2024E EPS	4,417	9,797	-54.9%
2025E EPS	18,913	22,977	-17.7%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	19
Target price	155,211
Recommendation	3.8
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

WHAT'S THE STORY?

2024년 하반기 전망, 현대차그룹 판매 실적이 중요: 현재 동사 수익성 부진에 가장 큰 역할은 SK온. SK온의 핵심 고객사가 수요 부진 체감하는 가운데, 일부 설비를 타 고객사로 전환하는 것이 하반기 주요 관전 포인트. 즉, 현대차그룹의 판매 실적이 보다 중요해질 것.

- 고객 포트폴리오: SK온의 핵심 고객사는 현대차그룹, Ford, VW Group으로 구성. 2023년 고객 의존도는 각각 65%, 11%, 13%였던 반면, 2024년 YTD(1월~4월) 기준으로는 각각 57%, 20%, 14%로 변화. 작년 Ford의 생산 차질 이슈가 해소되어 판매량이 일부 회복되었으며, 현대차그룹의 경우 아이오닉 5, GV60 및 EV6의 전년 대비 부진 영향으로 감소.
- 신규 공장, 유럽 및 중국 가동 계획: SK온의 2023년 말 기준 생산 능력은 88GWh. 2024 및 3Q24에 각각 유럽 3공장(헝가리 이반차; 30GWh) 및 중국 4공장(중국 연청; 33GWh) 가동 개시할 예정. 해당 설비의 경우에도 현대차그룹향 공급이 중심이 될 것으로 추정.
- 핵심 고객 (1), Ford: Ford의 F-150 Lightning의 경우, 2024년 YTD(1월~4월) 판매량이 1.3만 대(+107%YoY)를 기록. 전년 동기 생산 차질 영향이 소멸되어 높은 성장을 기록. 다만, 연간 15만 대(월 평균 12,500대)의 기존 생산 계획 대비 최근 3개월 평균 판매 대수는 3,300대로 미진한 수준. 이는 올해부터 F-150 Lightning 감산 배경이며, SK온의 일부 생산 역량을 현대차그룹으로 전환한 배경.
- 핵심 고객 (2), 현대차그룹: 올해 북미 시장에 EV5 출시 및 유럽 시장에 현대 캐스퍼 BEV 출시 계획. 또한 북미 현지화 전략으로 EV9, 아이오닉 5 및 아이오닉 7 생산 개시할 전망. 이에 따른 배터리 공급이 SK온의 북미 공장에서도 하반기부터 시작될 것.

SUMMARY FINANCIAL DATA

(다음 페이지에 계속)

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	77,288	78,319	82,846	88,910
영업이익 (십억원)	1,904	2,168	4,627	9,021
순이익 (십억원)	555	491	2,089	4,639
EPS (adj) (원)	2,624	4,417	18,913	41,988
EPS (adj) growth (%)	-83.9	68.3	328.2	122.0
EBITDA margin (%)	4.3	5.5	6.6	7.8
ROE (%)	1.2	1.9	7.8	15.4
P/E (adj) (배)	53.5	23.7	5.5	2.5
P/B (배)	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	11.9	9.6	8.0	6.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

2Q24 preview, 컨센서스 하회: 영업이익은 1,589억원(-75%QoQ)으로 컨센서스(5,610억원/-72%, Fnguide) 하회 전망. 4월 이후 국제유가 및 정제마진 하락에 따른 정유 부문 이익 감소와 예상보다 부진했던 SK온 출하 회복세에 기인.

- **정유 부문:** 영업이익은 874억원(-79%QoQ) 예상. 두바이 유가가 3월 평균 84.3달러에서 6월 평균 81.3달러까지 하락하여 부정적 재고 효과가 불가피. 재고 평가손익도 감소하고(-468억원QoQ; +715억원→+247억원), 래깅 효과도 부정적 작용 예상(-3.1달러QoQ; +2.3달러→-0.8달러). 스팟 정제마진(-6.6달러QoQ; 13.3달러→6.7달러)도 예상보다 부진했던 정제 수요로 인해 하락.
- **화학 부문:** 영업이익은 1,374억원(+10%QoQ) 전망. 전분기 대비 PX 스프레드 개선과 나프타 약세 전환으로 이익 소폭 증가 예상.
- **유탄기유 부문:** 영업이익은 2,187억원(-1%QoQ) 예상. 5월 이후 유탄기유 마진 개선으로 전분기 대비 유사한 실적 예상.
- **E&P 부문:** 영업이익은 1,573억원(+2%QoQ) 예상. 국제유가 약세에도 중국 신규 광구로부터의 생산량 증가로 전분기 대비 유사한 이익 예상.
- **SK온:** 영업이익은 -3,516억원(-201억원QoQ) 예상. ASP는 전분기 대비 3% 추가 하락하겠으며, 출하량은 기존 예상(+12%QoQ) 대비 하향 전망(+3%QoQ). 예상보다 북미 공장의 판매 회복이 더딘 것으로 추정되며 이로 인해 IRA AMPC도 기존 예상(1,187억원; +208%QoQ)보다 더딘 회복세 시현할 것으로 추정(924억원; +140%QoQ). 또한 유럽 신규 공장(30GWh)도 당분기 가동 개시되어 초기 고정비 부담 크게 반영될 것으로 예상.

SK E&S와의 합병설, 전략 방향성은 긍정적: SK이노베이션과 SK E&S의 합병이 실현될 경우, 중간 지주회사로서 신규 사업 육성을 위한 이익창출원이 부족했던 SK이노베이션에게 에너지 포트폴리오 확장 관점에서 긍정적인 이벤트가 될 것. 다만, 향후 합병 가액의 산정 수준에 따라 합병 이벤트 자체에 대한 유불리 영향은 가변적일 것으로 예상.

- **News, SK이노베이션과 SK E&S의 합병설 보도:** 6/20일 국내 언론을 통해 SK이노베이션과 SK E&S간의 합병 계획에 대해 보도. 언론 보도에 따르면 6월 말 그룹 경영전략회의를 통해 합병이 승인될 계획이라고 보도.
- **SK E&S, SK의 Cash cow:** SK E&S는 SK 지주회사가 90% 보유한 발전 자회사로, 매출 비중은 발전 사업 42%, 도시가스 사업 46%, LNG 사업 10% 등으로 구성. 그 외 에너지솔루션 사업과 수소 사업에도 진출. 2022/2023년 기준 매출/영업이익은 각각 11.5조원/1.7조원(OP 15%) 및 11.2조원/1.3조원(OP 12%). 배당성향은 2022/2023년 기준 74% 및 55%로, SK 지주회사의 Cash cow 역할.
- **합병 후 기대 효과:** 정유업 특성상 국제유가의 등락에 따른 높은 이익 변동성이 불가피한데, 금번 합병을 통해 다소 안정적인 이익 창출력으로 변모 가능. 또한 배터리 자회사 및 무탄소 에너지 등 신규 사업에 대한 투자에 있어 주요 자원 확보 기대. 다만, 합병 과정에서 현재 SK이노베이션 주식 가치의 희석은 불가피.

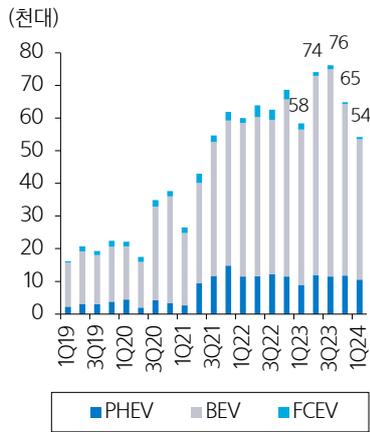
View, SK온 적자 축소가 투자 심리 개선의 선결 조건: 정유 및 배터리 자회사 이익 감소를 반영하여 12MF EBITDA를 10% 하향(5.43조원→4.88조원)하지만, 최근 Peer multiple이 상승한 점을 감안하여 목표주가 유지. 12MF PBR은 현재 0.43배로 2020년 코로나19로 인한 급락기 저점(0.41배)에 근접할 정도로 크게 하락. 그럼에도 불구하고 투자 심리 개선은 밸류에이션 그 자체보다 배터리 자회사의 손익 개선 가시성이 확보되어야 가능해질 것. 3Q24 이후의 적자 축소 전망. BUY 투자 의견 유지.

표 1. SK이노베이션: SOTP Valuation

(십억원)	12MF EBITDA	Multiples (x)	EV	설명
영업 가치 (A)				
정유	1,741	4.9	8,505	Peers (글로벌 정유업체); 상향(4.0→4.9배)
석유화학	980	6.3	6,196	Peers (국내외 NCC/ECC업체); 상향(5.4→6.3배)
윤활기유	1,160	4.9	5,668	Peers (글로벌 정유업체); 상향(4.0→4.9배)
E&P	1,208	5.0	6,006	Peers (글로벌 E&P업체)
IE Technology			657	6/19일 SK IET 추가 기준 지분가치에 65% 할인
배터리				IRA AMPC를 제외한 12MF EBITDA는 적자 예상
합계	4,879	5.5	27,032	
자산 가치 (B)			4,091	투자자산 30% 할인
순차입금 (C)			16,525	2023년 말 당사 추정 기준; AMPC 세제 혜택의 30%**만 반영
우선주 시가총액 (D)			94	6/19일 종가 기준
적정 시가총액 (E = A + B - C - D)			14,505	
총 주식 수 (천주)			95,736	
적정 주가 (원)			151,513	
목표주가 (원)			150,000	목표주가 유지
현재 주가 (원)			104,700	6/19일 종가 기준
상승 여력 (%)			43.3	
2024 implied P/E (x)			7.9	
2025 implied P/E (x)			3.6	
2024 implied P/B (x)			0.6	
2025 implied P/B (x)			0.5	

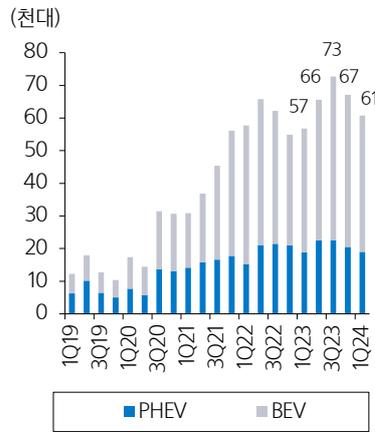
참고: * IRA AMPC로 유입될 지배주주 기준 현금흐름을 2024년 초 기준으로 현재가치 계산(할인율 5%). 현재가치 기준 총 22.2조원의 현금 유입 기대
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

현대차그룹: 현대차 전기차 판매 추이



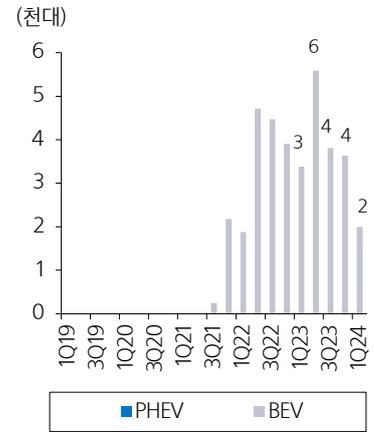
자료: EV Volumes, 삼성증권

현대차그룹: 기아 전기차 판매 추이



자료: EV Volumes, 삼성증권

현대차그룹: 제네시스 전기차 판매 추이



자료: EV Volumes, 삼성증권

현대차그룹: 주요 모델별 전기차 판매 대수

모델	배터리 공급사*	2022			2023			2024YTD		
		판매 대수	성장률 (YoY, %)	판매 비중 (%)	판매 대수	성장률 (YoY, %)	판매 비중 (%)	판매 대수	성장률 (YoY, %)	판매 비중 (%)
Hyundai Ioniq 5	SK온(한국)	99,641	117.8	19.5	102,061	2.4	18.5	26,867	-11.0	16.6
Kia EV6	SK온(한국)	78,706	312.2	15.4	80,297	2.0	14.5	21,453	-11.4	13.3
Hyundai Kona BEV	CATL(한국/유럽)	58,153	-6.0	11.4	54,840	-5.7	9.9	17,552	7.1	10.9
Kia Niro BEV	CATL(한국)	25,502	n/a	5.0	60,991	139.2	11.0	17,082	-3.4	10.6
Kia Sportage PHEV	SK온(한국/유럽/북미)	24,615	n/a	4.8	38,365	55.9	6.9	12,106	7.6	7.5
Hyundai Ioniq 6	SK온(한국)	11,687	n/a	2.3	40,586	247.3	7.3	12,077	25.9	7.5
Kia EV9	SK온(한국)	0	n/a	0.0	12,800	n/a	2.3	11,687	n/a	7.2
Hyundai Tucson PHEV	SK온(한국/유럽)	34,069	65.0	6.7	33,787	-0.8	6.1	11,266	10.5	7.0
Kia Niro PHEV	SK온(한국)	17,310	-13.9	3.4	18,382	6.2	3.3	4,854	-26.5	3.0
Others		160,977	-15.4	31.5	110,094	-31.6	19.9	26,626	-30.4	16.5
Total		510,660	42.7	100.0	552,203	8.1	100.0	161,570	-1.7	100.0

참고: * 괄호 안의 지역은 차량 생산지 기준, YTD는 1~4월 누적 기준

자료: EV Volumes, 삼성증권

현대차그룹: 전기차 출시 스케줄

	북미	유럽	중국
2021	Hyundai Ioniq 5	Genesis G80 Hyundai Ioniq 5 Kia EV6	
2022	Genesis G80 Genesis GV60 Kia EV6	Genesis GV70 Genesis GV60 Kia Niro	
2023	GV70 Hyundai Ioniq 6 Kia EV9	Hyundai Kona Hyundai Ioniq 6 Kia EV9	Kia EV5
2024E	Kia EV5	Kia EV3 Hyundai Casper BEV	
2025E	Kia EV3 Kia EV4 Hyundai Ioniq 9	Hyundai Ioniq 9 Kia EV4 Kia EV7 Kia EV5 Kia EV8	Kia EV4 Kia EV3 Hyundai Ioniq 9
2026E	Hyundai Ioniq 4 Genesis GV90 Kia Tasman BEV Kia EV8 Genesis G70 BEV	Genesis G70 BEV Genesis GV90 Kia EV2	Kia EV7 Hyundai Ioniq 4

자료: Marklines, 삼성증권 정리

현대차그룹: 북미 전기차 생산 계획

	현대차 앨라배마 공장 (HMMA)	기아차 조지아 공장 (KMMG)	현대차그룹 메타플랜트 (HMGMA)
~2023	Genesis GV70 BEV	Kia Sportage PHEV	
2024E		Kia EV9	Hyundai Ioniq 5
2025E			Hyundai Ioniq 7
2026E			Genesis G70 BEV Genesis GV90

자료: 언론보도, 삼성증권 정리

SK이노베이션: 2Q24 실적 전망

(십억원)	2Q24E	1Q24	2Q23	Consensus	증감 (%)		
					QoQ	YoY	Consensus
매출액	18,514	18,855	18,727	19,632	-2.9	-1.0	3.6
영업이익	159	625	-107	561	555.6	27.0	3.5
세전이익	-162	18	-258	341	RB	4.3	-44.0
순이익	-103	-98	-120	251	RB	RB	-0.1
지배주주순이익	-77	-73	-222	212	RB	RB	-27.2
이익률 (%)							
영업이익	0.9	3.3	-0.6	2.9			
세전이익	-0.9	0.1	-1.4	1.7			
순이익	-0.6	-0.5	-0.6	1.3			
지배주주순이익	-0.4	-0.4	-1.2	1.1			

자료: SK이노베이션, FnGuide, 삼성증권 추정

SK이노베이션: 2Q24 사업부별 실적 전망

(십억원)	2Q24E	1Q24	2Q23	성장률 (% q-q)	성장률 (% y-y)
매출액	18,514	18,855	18,727	-1.8	-1.1
Refining	12,417	12,855	10,743	-3.4	15.6
Petrochemical	2,727	2,759	2,857	-1.2	-4.6
Lubricants	1,266	1,137	1,110	11.3	14.1
E&P	396	370	249	7.0	59.3
IE Technology	71	46	152	54.9	-52.9
Battery	1,709	1,684	3,696	1.5	-53.8
Others	-72	4	-80	BR	RR
영업이익	159	625	-107	-74.6	RB
Refining	87	591	-411	-85.2	RB
Petrochemical	137	124	170	10.4	-19.3
Lubricants	219	220	260	-0.8	-15.9
E&P	157	154	68	1.9	130.7
IE Technology	-36	-64	0	RR	BR
Battery	-351	-331	-132	RR	RR
Others	-55	-70	-62	RR	RR
세전이익	-162	18	-258	BR	RR
당기순이익	-103	-98	-120	RR	RR
이익률 (%)					
영업이익	0.9	3.3	-0.6		
Refining	0.7	4.6	-3.8		
Petrochemical	5.0	4.5	6.0		
Lubricants	17.3	19.4	23.4		
E&P	39.7	41.7	27.4		
IE Technology	-49.9	-139.5	0.0		
Battery	-20.6	-19.7	-3.6		
Others	-0.9	0.1	-1.4		
세전이익	-0.6	-0.5	-0.6		
당기순이익	0.3	-2.5	5.3		

자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

SK은 IRA 정책 시행에 따른 세제 혜택 분석

(GW)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Total
IRA 첨단 제조 생산 세액공제 혜택												
배터리 셀 (달러/kWh)		35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	26.3	17.5	8.8	
배터리 모듈 (달러/kWh)		10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	7.5	5.0	2.5	
SK은 미국 배터리 생산 능력												
Total	10	22	22	94	180							
Georgia #1 (100%)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Georgia #2 (100%)		12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
BlueOvalSK #1 (50%)				37	37	37	37	37	37	37	37	37
BlueOvalSK #2 (50%)					43	43	43	43	43	43	43	43
BlueOvalSK #3 (50%)					43	43	43	43	43	43	43	43
HMC JV (50%)				35	35	35	35	35	35	35	35	35
SK은 미국 배터리 설비 가동률												
Total	35%	47%	43%	42%	55%	88%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Georgia #1 (100%)	35%	44%	46%	85%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%
Georgia #2 (100%)	0%	50%	41%	85%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%
BlueOvalSK #1 (50%)				51%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%
BlueOvalSK #2 (50%)					54%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
BlueOvalSK #3 (50%)						85%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
HMC JV (50%)				5%	68%	85%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
SK은 미국 배터리 생산 실적												
Total	4	10	10	39	100	158	162	162	162	162	162	162
Georgia #1 (100%)	4	4	5	8	9	9	9	9	9	9	9	9
Georgia #2 (100%)	0	6	5	10	11	11	11	11	11	11	11	11
BlueOvalSK #1 (50%)				19	33	33	33	33	33	33	33	33
BlueOvalSK #2 (50%)					23	39	39	39	39	39	39	39
BlueOvalSK #3 (50%)						37	39	39	39	39	39	39
HMC JV (50%)				2	24	30	32	32	32	32	32	32
SK은 IRA 세제 혜택 (백만달러; 연결 기준)												
합계		470	428	1,752	4,243	6,806	6,964	6,964	5,223	3,482	1,741	38,074
셀		365	333	1,377	3,484	5,525	5,662	5,662	4,246	2,831	1,415	30,900
모듈		104	95	376	759	1,281	1,303	1,303	977	651	326	7,175
SK은 IRA 세제 혜택 (십억원; 연결 기준)												
합계		614	573	2,304	5,580	8,508	8,705	8,705	6,529	4,353	2,176	48,046
셀		477	445	1,810	4,582	6,906	7,077	7,077	5,308	3,538	1,769	38,990
모듈		136	127	494	998	1,601	1,628	1,628	1,221	814	407	9,056
SK은 IRA 세제 혜택 (백만달러; 지배주주 기준)												
합계		470	428	1,295	2,572	3,853	3,932	3,932	2,949	1,966	983	22,383
셀		365	333	1,014	2,092	3,113	3,181	3,181	2,386	1,591	795	18,052
모듈		104	95	281	480	741	751	751	564	376	188	4,331
SK은 IRA 세제 혜택 (십억원; 지배주주 기준)												
합계		614	573	1,703	3,382	4,817	4,916	4,916	3,687	2,458	1,229	28,293
셀		477	445	1,334	2,751	3,891	3,976	3,976	2,982	1,988	994	22,816
모듈		136	127	370	631	926	939	939	704	470	235	5,477
SK은 현재까지 확인 기준* IRA 세제 혜택 (십억원; 지배주주 기준)												
합계		614	545	1,545	2,922	3,963	3,852	3,668	2,620	1,664	792	22,184
셀		477	424	1,210	2,377	3,201	3,116	2,967	2,119	1,346	641	17,878
모듈		136	121	335	545	762	736	701	501	318	151	4,306

참고: * 2024년 초 기준이며, 할인율은 5% 적용
자료: 삼성증권 추정

SK은: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
원/달러 (평균)	1,277	1,315	1,312	1,321	1,329	1,369	1,335	1,315	1,292	1,306	1,337	1,315
매출액	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	1,709	2,454	3,577	7,618	12,897	9,423	15,593
성장률 (% q-q)	14.9	11.8	-14.2	-14.2	-38.2	1.5	43.6	45.7				
성장률 (% y-y)	161.8	187.5	44.6	-5.3	-49.1	-53.8	-22.7	31.3	149.7	69.3	-26.9	65.5
EBITDA	-225	5	79	136	-203	-182	114	342	-667	-5	72	2,953
성장률 (% q-q)	RR	RB	1,495.6	71.1	BR	RR	RB	199.3				
성장률 (% y-y)	RR	RB	RB	RB	RR	BR	44.3	152.3	RR	RR	RB	3,982.5
영업이익	-345	-132	-86	-19	-370	-351	-105	23	-1,073	-582	-803	1,504
성장률 (% q-q)	RR	RB										
성장률 (% y-y)	RR	RB	RR	RR	RR	RB						
자동차 전지	-345	-299	-296	-259	-409	-444	-270	-250	-1,073	-1,199	-1,373	-800
성장률 (% q-q)	RR											
성장률 (% y-y)	RR	RR	RR	RR								
IRA AMPC		167	210	240	39	92	165	273		617	570	2,304
성장률 (% q-q)			25.7	14.4	-84.0	139.8	78.7	65.5				
성장률 (% y-y)						-44.7	-21.3	13.8			-7.7	304.6
세전이익	-385	-180	-164	-232	-522	-433	-186	13	-1,193	-961	-1,128	1,193
성장률 (% q-q)	RR	RB										
성장률 (% y-y)	RR	RB	RR	RR	RR	RB						
순이익	-355	-135	-111	-156	-473	-392	-168	12	-1,064	-757	-1,022	1,081
성장률 (% q-q)	RR	RB										
성장률 (% y-y)	RR	RB	RR	RR	RR	RB						
지배주주순이익	-363	-137	-106	-131	-454	-376	-162	11	-1,076	-736	-981	1,037
이익률 (%)												
EBITDA	-6.8	0.1	2.5	5.0	-12.0	-10.6	4.7	9.6	-8.8	0.0	0.8	18.9
영업이익	-10.4	-3.6	-2.7	-0.7	-22.0	-20.6	-4.3	0.6	-14.1	-4.5	-8.5	9.6
자동차 전지	-10.4	-8.1	-9.3	-9.5	-24.3	-26.0	-11.0	-7.0	-14.1	-9.3	-14.6	-5.1
세전이익	-11.7	-4.9	-5.2	-8.5	-31.0	-25.3	-7.6	0.4	-15.7	-7.5	-12.0	7.7
순이익	-10.7	-3.7	-3.5	-5.7	-28.1	-22.9	-6.9	0.3	-14.0	-5.9	-10.8	6.9

자료: SK은, 삼성증권 추정

SK이노베이션: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
원/달러 (평균)	1,277	1,315	1,312	1,321	1,329	1,369	1,335	1,315	1,292	1,306	1,337	1,275
매출액	19,143	18,727	19,889	19,529	18,855	18,514	20,170	20,780	78,057	77,288	78,319	82,846
성장률 (% q-q)	0.0	-2.2	6.2	-1.8	-3.5	-1.8	8.9	3.0				
성장률 (% y-y)	17.7	-5.9	-12.6	2.1	-1.5	-1.1	1.4	6.4	66.6	-1.0	1.3	5.8
Refining	11,607	10,743	12,323	12,878	12,855	12,417	13,228	12,186	52,582	47,551	50,685	49,125
Petrochemical	2,535	2,857	2,900	2,452	2,759	2,727	2,667	2,612	11,027	10,744	10,765	10,113
Lubricants	1,302	1,110	1,187	1,094	1,137	1,266	1,319	1,900	4,982	4,693	5,623	5,858
E&P	328	249	239	310	370	396	378	368	1,526	1,126	1,512	1,417
IE Technology	143	152	182	172	46	71	194	197	586	649	509	972
Battery	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	1,709	2,454	3,577	7,618	12,897	9,423	15,593
Others	-78	-80	-114	-100	4	-72	-71	-60	-263	-372	-199	-232
영업이익	375	-107	1,563	73	625	159	675	709	3,917	1,904	2,168	4,627
성장률 (% q-q)	RB	BR	RB	-95.4	760.3	-74.6	325.0	4.9				
성장률 (% y-y)	-77.3	BR	122.0	RB	66.6	RB	-56.8	876.0	124.9	-51.4	13.9	113.4
Refining	275	-411	1,112	-165	591	87	323	143	3,390	811	1,145	1,154
성장률 (% q-q)	RB	BR	RB	BR	RB	-85.2	269.7	-55.8				
성장률 (% y-y)	-81.8	BR	251.5	RR	115.2	RB	-71.0	RB	192.3	-76.1	41.1	0.9
Petrochemical	109	170	237	0	124	137	132	180	128	516	573	608
성장률 (% q-q)	RB	56.3	39.2	-99.9	47,209.5	10.4	-4.0	36.4				
성장률 (% y-y)	249.6	124.2	118.8	RB	14.2	-19.3	-44.4	68,268.1	-20.4	303.4	11.0	6.0
Lubricants	259	260	262	217	220	219	229	266	1,071	998	934	898
성장률 (% q-q)	-3.4	0.3	0.7	-17.1	1.5	-0.8	4.7	16.4				
성장률 (% y-y)	22.5	1.8	-22.1	-19.1	-15.0	-15.9	-12.5	22.8	11.5	-6.8	-6.3	-3.9
E&P	114	68	79	107	154	157	150	142	642	368	604	573
성장률 (% q-q)	-2.7	-39.9	16.5	34.9	44.1	1.9	-4.6	-5.1				
성장률 (% y-y)	-42.7	-59.0	-50.5	-8.1	36.0	130.7	89.0	32.9	348.0	-42.6	64.1	-5.1
IE Technology	-4	0	3	12	-64	-36	1	9	-48	11	-90	95
성장률 (% q-q)	RR	RB	339,900.0	242.7	BR	RR	RB	811.5				
성장률 (% y-y)	RR	RB	RB	RB	RR	BR	-71.4	-23.9	BR	RB	BR	RB
Battery	-345	-132	-86	-19	-331	-351	-105	23	-1,073	-582	-803	1,504
성장률 (% q-q)	RR	RB										
성장률 (% y-y)	RR	RB	RR	RR	RR	RB						
Others	-32	-62	-45	-80	-70	-55	-55	-55	-193	-219	-195	-206
성장률 (% q-q)	RR											
성장률 (% y-y)	RR											
세전이익	156	-258	1,086	-53	18	-162	543	486	2,860	932	923	3,441
성장률 (% q-q)	-94.5	BR	RB	BR	-98.1	BR	RB	-10.4				
성장률 (% y-y)	-88.6	BR	258.0	RR	-88.4	RR	-50.1	RB	249.5	-67.4	-1.0	272.7
순이익	-52	-120	730	-2	-98	-103	345	309	1,895	555	491	2,089
성장률 (% q-q)	BR	RR	RB	BR	BR	RR	RB	-10.4				
성장률 (% y-y)	BR	BR	316.5	RR	RR	RR	-52.8	RB	288.0	-70.7	-11.5	325.3
지배주주순이익	-131	-222	691	-82	-73	-77	256	324	1,569	256	431	1,834
이익률 (%)												
영업이익	2.0	-0.6	7.9	0.4	3.3	0.9	3.3	3.4	5.0	2.5	2.8	5.6
Refining	2.4	-3.8	9.0	-1.3	4.6	0.7	2.4	1.2	6.4	1.7	2.3	2.4
Petrochemical	4.3	6.0	8.2	0.0	4.5	5.0	4.9	6.9	1.2	4.8	5.3	6.0
Lubricants	19.9	23.4	22.0	19.8	19.4	17.3	17.4	14.0	21.5	21.3	16.6	15.3
E&P	34.6	27.4	33.2	34.6	41.7	39.7	39.7	38.7	42.0	32.7	40.0	40.5
IE Technology	-2.8	0.0	1.9	6.8	-139.5	-49.9	0.5	4.5	-8.2	1.7	-17.7	9.8
Battery	-10.4	-3.6	-2.7	-0.7	-19.7	-20.6	-4.3	0.6	-14.1	-4.5	-8.5	9.6
세전이익	0.8	-1.4	5.5	-0.3	0.1	-0.9	2.7	2.3	3.7	1.2	1.2	4.2
순이익	-0.3	-0.6	3.7	-0.0	-0.5	-0.6	1.7	1.5	2.4	0.7	0.6	2.5

자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	78,057	77,288	78,319	82,846	88,910
매출원가	71,030	72,274	72,944	76,529	81,181
매출총이익	7,027	5,014	5,375	6,318	7,729
(매출총이익률, %)	9.0	6.5	6.9	7.6	8.7
판매 및 일반관리비	3,110	3,727	3,777	3,995	4,288
영업이익	3,917	1,904	2,168	4,627	9,021
(영업이익률, %)	5.0	2.5	2.8	5.6	10.1
영업외손익	-1,057	-972	-1,245	-1,186	-1,383
금융수익	7,097	5,243	1,332	1,886	1,501
금융비용	8,107	6,178	2,610	3,106	2,918
지분법손익	2	133	33	34	34
기타	-50	-170	0	0	0
세전이익	2,860	932	923	3,441	7,638
법인세	965	377	432	1,351	3,000
(법인세율, %)	33.7	40.5	46.8	39.3	39.3
계속사업이익	1,895	555	491	2,089	4,639
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	1,895	555	491	2,089	4,639
(순이익률, %)	2.4	0.7	0.6	2.5	5.2
지배주주순이익	1,569	256	431	1,834	4,072
비지배주주순이익	326	299	60	255	566
EBITDA	5,710	3,317	4,317	5,471	6,921
(EBITDA 이익률, %)	7.3	4.3	5.5	6.6	7.8
EPS (지배주주)	16,339	2,624	4,417	18,913	41,988
EPS (연결기준)	19,735	5,682	5,031	21,543	47,828
수정 EPS (원)*	16,339	2,624	4,417	18,913	41,988

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	407	5,368	3,199	5,198	8,115
당기순이익	1,895	555	491	2,089	4,639
현금유출입이없는 비용 및 수익	3,867	2,703	3,061	4,381	6,396
유형자산 감가상각비	1,616	1,821	2,530	2,978	3,325
무형자산 상각비	177	209	189	171	155
기타	2,074	673	342	1,232	2,917
영업활동 자산부채 변동	-4,270	3,766	0	1	1
투자활동에서의 현금흐름	-5,123	-11,244	-9,034	-7,036	-6,587
유형자산 증감	-6,710	-11,217	-9,003	-7,003	-6,503
장단기금융자산의 증감	2,404	1,241	-9	-40	-54
기타	-817	-1,268	-22	7	-30
재무활동에서의 현금흐름	10,507	9,490	472	481	-3,786
차입금의 증가(감소)	9,861	3,700	472	481	-3,786
자본금의 증가(감소)	500	2,239	0	0	0
배당금	-217	-314	0	0	0
기타	363	3,866	0	0	0
현금증감	6,055	3,595	-5,483	-1,677	-2,699
기초현금	3,424	9,479	13,074	7,592	5,914
기말현금	9,479	13,074	7,592	5,914	3,216
Gross cash flow	5,762	3,258	3,552	6,470	11,035
Free cash flow	-6,370	-5,870	-5,804	-1,805	1,612

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	31,967	33,280	28,067	27,572	26,459
현금 및 현금등가물	9,479	13,074	7,592	5,914	3,216
매출채권	6,279	5,929	6,008	6,356	6,821
재고자산	11,858	11,123	11,271	11,923	12,795
기타	4,351	3,153	3,195	3,380	3,627
비유동자산	35,252	47,556	53,924	58,147	61,663
투자자산	5,518	6,730	6,814	7,182	7,675
유형자산	25,111	35,843	42,317	46,342	49,520
무형자산	2,078	2,302	2,113	1,943	1,788
기타	2,546	2,680	2,680	2,680	2,680
자산총계	67,219	80,836	81,991	85,719	88,122
유동부채	27,557	29,399	29,808	31,030	28,637
매입채무	9,146	8,534	8,648	9,148	9,817
단기차입금	7,559	8,185	8,185	8,185	8,185
기타 유동부채	10,852	12,680	12,975	13,697	10,635
비유동부채	16,419	21,416	21,743	22,161	22,318
사채 및 장기차입금	13,404	17,715	18,015	18,315	18,315
기타 비유동부채	3,016	3,702	3,728	3,846	4,003
부채총계	43,977	50,816	51,551	53,190	50,955
지배주주지분	19,652	22,203	22,562	24,396	28,469
자본금	469	510	510	510	510
자본잉여금	8,198	10,396	10,396	10,396	10,396
이익잉여금	11,580	11,253	11,684	13,518	17,591
기타	-595	45	-27	-27	-27
비지배주주지분	3,591	7,817	7,877	8,132	8,699
자본총계	23,242	30,020	30,439	32,529	37,167
순부채	16,190	17,527	23,475	25,608	24,485

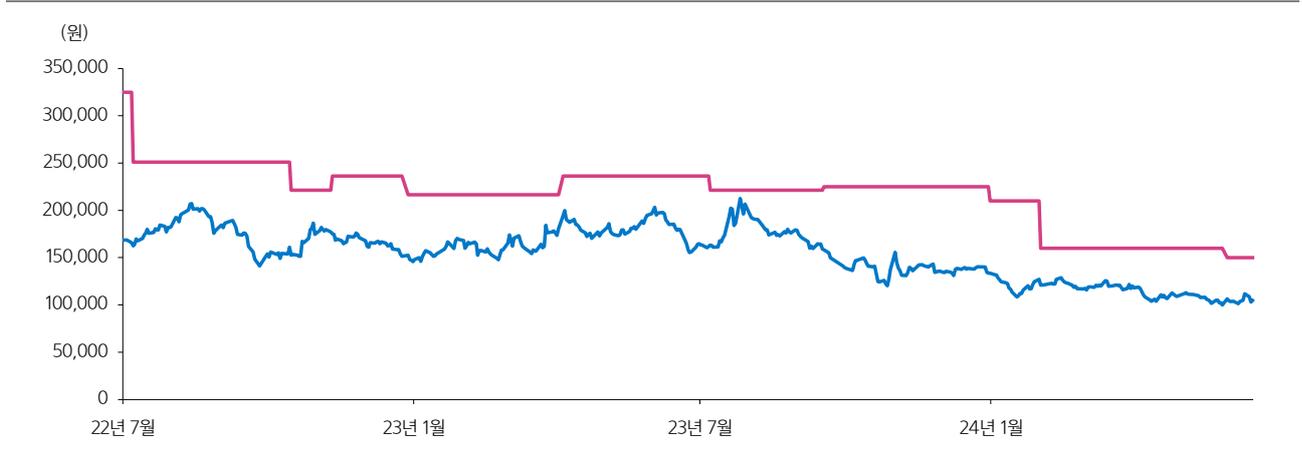
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	66.6	-1.0	1.3	5.8	7.3
영업이익	124.9	-51.4	13.9	113.4	95.0
순이익	288.0	-70.7	-11.5	325.3	122.0
수정 EPS**	437.2	-83.9	68.3	328.2	122.0
주당지표					
EPS (지배주주)	16,339	2,624	4,417	18,913	41,988
EPS (연결기준)	19,735	5,682	5,031	21,543	47,828
수정 EPS**	16,339	2,624	4,417	18,913	41,988
BPS	224,391	230,169	233,884	252,898	295,111
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	9.3	53.5	23.7	5.5	2.5
P/B***	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.0	11.9	9.6	8.0	6.3
비율					
ROE (%)	8.5	12	1.9	7.8	15.4
ROA (%)	3.2	0.7	0.6	2.5	5.3
ROIC (%)	8.7	3.0	2.6	5.6	10.2
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	69.7	58.4	77.1	78.7	65.9
이자보상배율 (배)	6.1	1.7	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 6월 19일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 6월 19일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2022/1/28	7/12	10/20	11/15	2023/1/2	4/10	7/12	8/7	9/22	2024/1/5	2/6	6/3
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	324704	250908	221389	236148	216469	236148	221389	221389	225000	210000	160000	150000
과리율 (평균)	-37.06	-29.64	-22.71	-29.75	-25.67	-24.07	-16.19	-21.15	-38.46	-42.80	-28.30	
과리율 (최대/최소)	-26.06	-17.45	-15.78	-25.42	-14.91	-13.96	-4.00	-13.59	-30.89	-37.14	-19.44	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.03.31 기준

매수(77.6%) 중립(22.4%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA