

### 주가 바닥인데, 반등 모멘텀이 계속 지연

#### 배터리 실적 부진 지속되며 2Q 실적 예상 하회

2Q 연결OP 458억원으로 예상보다 부진했다. 당사 추정치 대비 정유OP는 재고이익 등이 반영되며 양호 (OP 1,442억원 vs. 예상 -210억원)했으나, 윤활유, 석화, 배터리는 모두 예상보다 부진했다. 윤활유는 Spread 하락, 석화는 정기보수에 따른 물량 감소가 부진의 주 원인이었으며, 배터리는 EV 수요 부진에 따른 가동률 하락으로 매출, 손익이 모두 예상을 하회했다. 2Q에 AMPC 1,119억원이 반영됐음에도 불구하고, 기존 공장 가동률 하락에 따른 고정비 증가, 헝가리 이반차 신규가동에 따른 초기비용 등이 더해져 배터리 OP는 분기 최대 적자 -4,601억원을 기록했다.

#### 하반기는 정유 실적 개선으로 OP 3천억원 대 예상

하반기 OP는 정유 손익 개선으로 분기당 3천억 대로 예상된다. 정제마진은 6월 이후 반등 중이고, 이동수요 성수기+OSP 하락을 감안할 때 8~9월에도 마진 강세가 예상된다. 석화는 정기보수 이후 물량 증가로 qoq 개선 예상되며, 윤활유도 2Q 수준인 OP 1천억 중후반대가 유지될 전망이다. 반면 배터리는 EV 수요 둔화와 주 고객사의 전동화 지연으로 하반기에도 적자가 불가피할 것으로 예상된다. 신규 각형 폼팩터, OEM 신규모델 생산, 메탈가 하락에 따른 저가EV 출시 등 기대 요인이 있으나, 당장 하반기 실적에 기여할 수 있는 내용은 아니어서 실적 개선에 시간이 필요할 전망이다.

#### 투자의견 매수 유지, 목표주가 17만원으로 하향

현 주가는 정유 가치만 반영돼 있어 저평가로 판단된다. 하지만 배터리 턴어라운드 시점이 계속 지연되면서 반등 제한 요소로 작용하고 있다. '매수' 의견을 유지하나, 배터리 실적 악화를 반영해 목표주가는 17만원으로 하향한다.

Fig. 1: SK이노베이션 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	78,057	77,288	74,721	80,540	87,145
영업이익	3,917	1,904	1,239	2,056	2,426
세전이익	2,860	932	-164	1,383	1,376
순이익[지배]	1,569	256	-504	762	783
EPS(원)	16,743	2,624	-4,719	5,006	5,145
증감률(%)	437.2	-83.9	적자전환	흑자전환	2.8
PER(배)	9.2	53.5	-	20.8	20.3
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.0	11.9	12.0	10.5	10.5
ROE(%)	8.5	1.2	-2.3	3.5	3.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: SK이노베이션, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	170,000원
[하향]	63.0%
현재주가	104,300원
2024/08/02	

주식지표	
시가총액	9,985십억원
52주최고가	206,500원
52주최저가	100,000원
상장주식수	9,574만주/125만주
자본금/액면가	510십억원/5,000원
60일평균거래량	78만주
60일평균거래대금	89십억원
외국인지분율	21.7%
자기주식수	52만주/0.5%
주요주주및지분율	
SK 외	36.3%
국민연금공단	6.3%



### 김현태

철강/화학

htkim@bnkfn.co.kr

(02)3215-1592

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

표1. SK이노베이션 2분기 실적

(십억원, %)	2Q24	2Q23	YoY %	1Q24	QoQ %	BNK추정	차이	컨센서스	차이
매출액	18,799	18,727	0.4	18,855	(0.3)	17,855	5.3	19,369	(2.9)
영업이익	(46)	(107)	(57.1)	625	적자전환	78	(158.3)	270	(117.0)
세전이익	(528)	(258)	적자확대	18	적자전환	(226)	133.5	(148)	256.3
순이익	(640)	(120)	적자확대	(98)	적자확대	(148)	331.0	59	(1,186.1)
지배 순이익	(573)	(222)	적자확대	(73)	적자확대	(205)	179.5	(8)	6,844.1
영업이익률	(0.2)	(0.6)		3.3		0.4		1.4	
세전이익률	(2.8)	(1.4)		0.1		(1.3)		(0.8)	
순이익률	(3.0)	(1.2)		(0.4)		(1.1)		(0.0)	

자료: Dataguide, BNK투자증권

표2. SK이노베이션 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
<b>매출액</b>	<b>19,143</b>	<b>18,727</b>	<b>19,889</b>	<b>19,529</b>	<b>18,855</b>	<b>18,799</b>	<b>18,278</b>	<b>18,789</b>	<b>77,288</b>	<b>74,721</b>	<b>80,540</b>
정유	11,607	10,743	12,323	12,878	12,855	13,164	11,816	11,875	47,551	49,710	48,032
윤활유	1,302	1,110	1,187	1,094	1,137	1,063	1,086	1,089	4,693	4,375	4,052
석유화학	2,535	2,857	2,900	2,452	2,759	2,594	2,864	2,864	10,744	11,082	11,538
배터리	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	1,554	2,067	2,474	12,897	7,778	14,835
기타	393	321	307	382	420	425	445	486	1,404	1,777	2,083
<b>매출액 yoy%</b>	<b>18</b>	<b>(6)</b>	<b>(13)</b>	<b>2</b>	<b>(2)</b>	<b>0</b>	<b>(8)</b>	<b>(4)</b>	<b>(1)</b>	<b>(3)</b>	<b>8</b>
정유	9	(23)	(22)	6	11	23	(4)	(8)	(10)	5	(3)
윤활유	25	(10)	(16)	(16)	(13)	(4)	(8)	(0)	(6)	(7)	(7)
석유화학	(10)	(1)	(0)	1	9	(9)	(1)	17	(3)	3	4
배터리	162	187	45	(5)	(49)	(58)	(35)	(9)	69	(40)	91
기타	(23)	(33)	(34)	(3)	7	32	45	27	(24)	27	17
<b>영업이익</b>	<b>375</b>	<b>(107)</b>	<b>1,563</b>	<b>73</b>	<b>625</b>	<b>(46)</b>	<b>308</b>	<b>352</b>	<b>1,904</b>	<b>1,239</b>	<b>2,056</b>
정유	275	(411)	1,113	(165)	591	144	323	296	811	1,354	935
윤활유	259	260	262	217	220	152	170	151	998	694	586
석유화학	109	170	237	0	125	99	130	147	517	502	705
배터리	(345)	(132)	(86)	(19)	(332)	(460)	(367)	(295)	(581)	(1,453)	(534)
기타	77	6	38	39	20	18	51	53	160	142	363
<b>OPM</b>	<b>2.0</b>	<b>(0.6)</b>	<b>7.9</b>	<b>0.4</b>	<b>3.3</b>	<b>(0.2)</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>2.5</b>	<b>1.7</b>	<b>2.6</b>
정유	2.4	(3.8)	9.0	(1.3)	4.6	1.1	2.7	2.5	1.7	2.7	1.9
윤활유	19.9	23.4	22.1	19.8	19.4	14.3	15.7	13.9	21.3	15.9	14.5
석유화학	4.3	6.0	8.2	0.0	4.5	3.8	4.6	5.1	4.8	4.5	6.1
배터리	(10.4)	(3.6)	(2.7)	(0.7)	(19.7)	(29.6)	(17.7)	(11.9)	(4.5)	(18.7)	(3.6)
기타	19.5	1.8	12.4	10.2	4.8	4.3	11.4	10.8	11.4	8.0	17.4

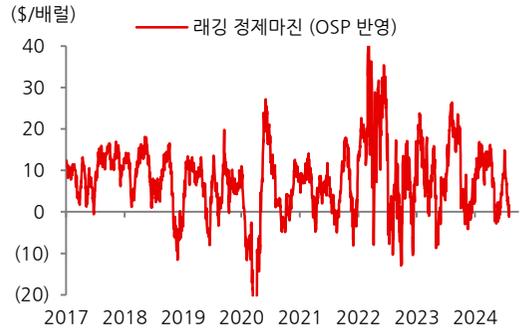
자료: SK이노베이션, BNK투자증권 추정

Fig. 2: Spot 정제마진 추이



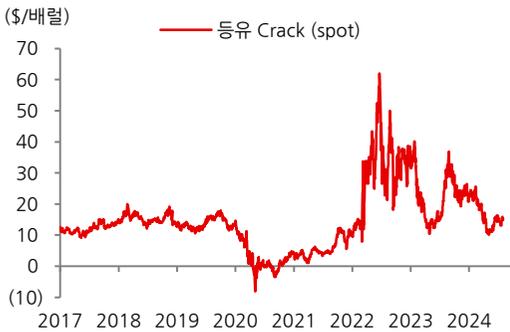
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 3: OSP 반영한 1M 래깅 정제마진



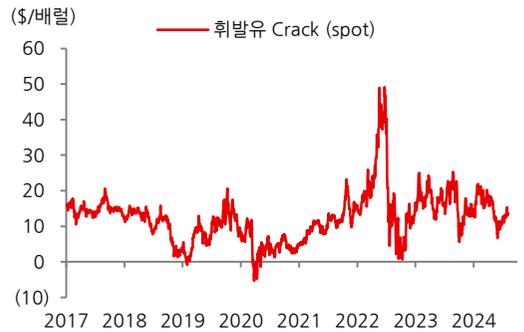
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 4: 등유 Crack 추이



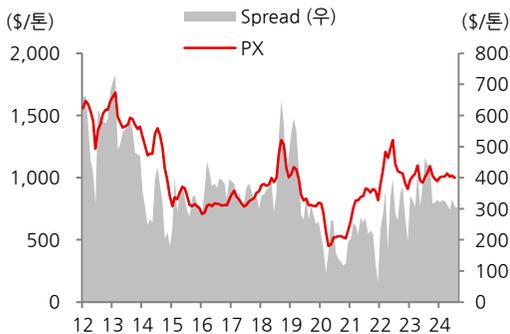
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 5: 휘발유 Crack 추이



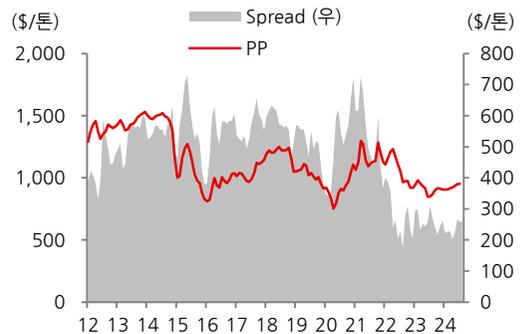
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 6: PX 가격 및 Spread 추이



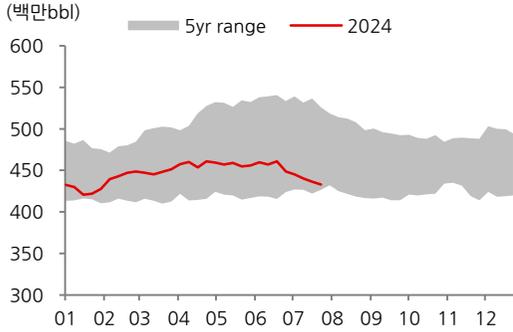
자료: cischem, BNK투자증권

Fig. 7: PP 가격 및 Spread 추이



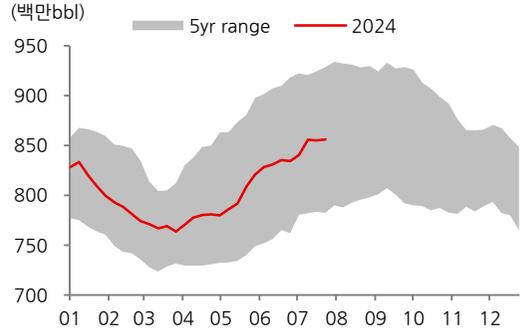
자료: cischem, BNK투자증권

Fig. 8: 미국 원유 재고 추이



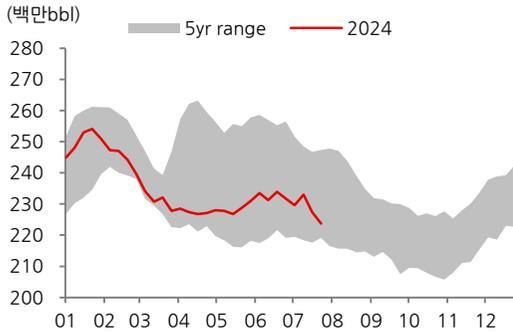
자료: EIA, BNK투자증권 주: 가로 축은 '월'을 의미

Fig. 9: 미국 석유제품 재고 추이



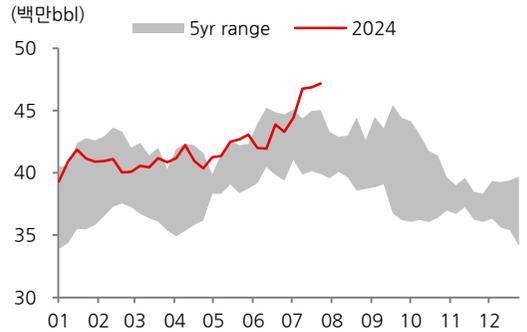
자료: EIA, BNK투자증권 주: 가로 축은 '월'을 의미

Fig. 10: 미국 휘발유 재고 추이



자료: EIA, BNK투자증권 주: 가로 축은 '월'을 의미

Fig. 11: 미국 항공유 재고 추이



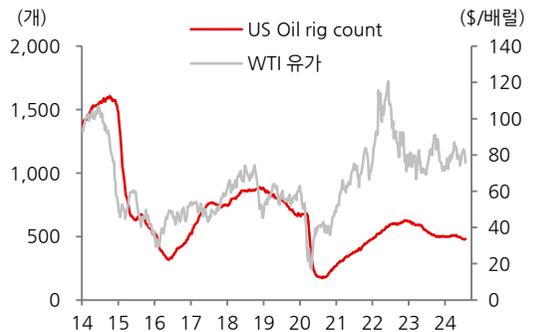
자료: EIA, BNK투자증권 주: 가로 축은 '월'을 의미

Fig. 12: 미국 원유 실수요 추이



자료: EIA, BNK투자증권

Fig. 13: WTI 유가 vs. Rig Count



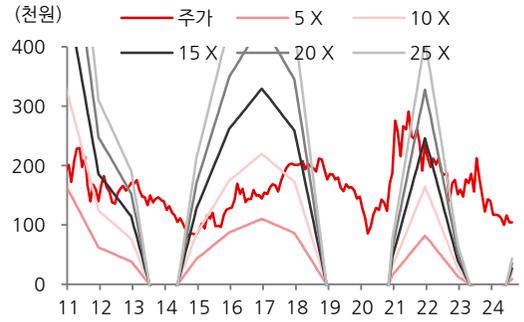
자료: EIA, BNK투자증권

Fig. 14: PBR Band 차트



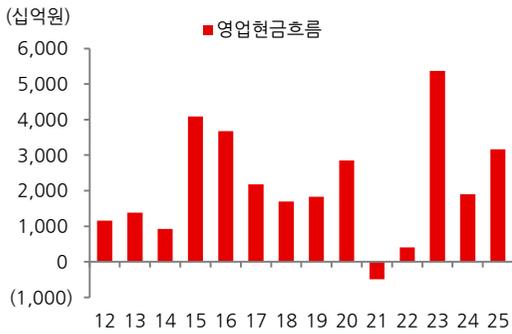
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 15: PER Band 차트



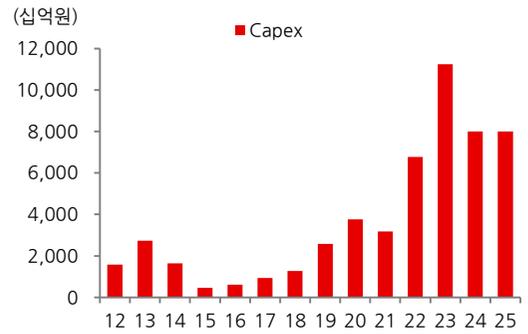
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 16: 영업현금흐름 추이 및 전망



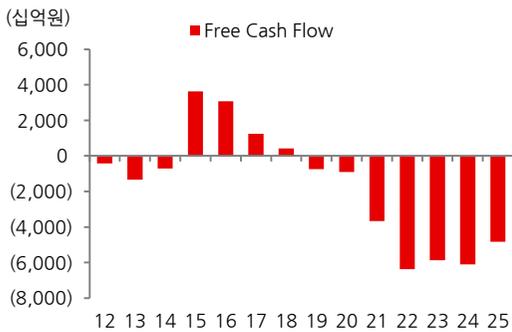
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 17: Capex 추이 및 전망



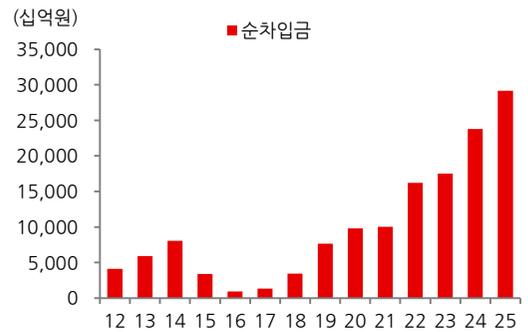
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 18: Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 19: 순차입금 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

**재무상태표**

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	31,967	33,280	29,936	31,047	32,422
현금성자산	9,479	13,074	10,402	9,992	9,641
매출채권	6,279	5,929	5,732	6,179	6,686
재고자산	11,858	11,123	10,753	11,591	12,541
비유동자산	35,252	47,556	53,106	59,149	65,088
투자자산	5,518	6,730	6,521	6,995	7,532
유형자산	25,111	35,843	41,791	47,532	53,088
무형자산	2,078	2,302	2,113	1,943	1,788
<b>자산총계</b>	<b>67,219</b>	<b>80,836</b>	<b>83,042</b>	<b>90,197</b>	<b>97,510</b>
유동부채	27,557	29,399	27,373	28,712	30,231
매입채무	9,146	8,534	8,250	8,893	9,622
단기차입금	7,559	8,185	8,185	8,185	8,185
비유동부채	16,419	21,416	26,350	31,501	36,672
사채및장기차입금	13,404	17,715	22,715	27,715	32,715
<b>부채총계</b>	<b>43,977</b>	<b>50,816</b>	<b>53,723</b>	<b>60,212</b>	<b>66,903</b>
지배기업지분	19,651	22,203	21,504	22,004	22,490
자본금	469	510	510	510	510
자본잉여금	8,198	10,396	10,396	10,396	10,396
이익잉여금	11,580	11,253	10,553	11,055	11,540
<b>자본총계</b>	<b>23,242</b>	<b>30,020</b>	<b>29,319</b>	<b>29,984</b>	<b>30,608</b>
총차입금	27,349	31,049	34,613	39,614	44,615
순차입금	16,190	17,523	23,779	29,155	34,470

**현금흐름표**

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>407</b>	<b>5,368</b>	<b>1,898</b>	<b>3,162</b>	<b>3,416</b>
당기순이익	1,895	555	-505	926	922
비현금비용	5,229	4,535	3,962	4,340	4,702
감가상각비	1,793	2,030	2,241	2,430	2,598
비현금수익	-1,362	-1,833	-399	-615	-514
자산및부채의증감	-4,270	3,766	0	1	1
매출채권감소	-2,424	162	197	-446	-507
재고자산감소	-4,315	1,144	369	-837	-950
매입채무증가	-284	-1,897	-283	642	729
법인세환급(납부)	-739	-842	-342	-456	-454
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-5,123</b>	<b>-11,244</b>	<b>-7,939</b>	<b>-8,312</b>	<b>-8,470</b>
유형자산증가	-6,777	-11,238	-8,000	-8,000	-8,000
유형자산감소	67	21	0	0	0
무형자산순감	-288	-218	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>10,507</b>	<b>9,490</b>	<b>3,368</b>	<b>4,740</b>	<b>4,703</b>
차입금증가	9,861	3,700	3,564	5,001	5,001
자본의증감	500	2,239	0	0	0
배당금지급	-217	-314	0	0	0
현금의증가	6,055	3,595	-2,673	-409	-351
기말현금	9,479	13,074	10,402	9,992	9,641
잉여현금흐름(FCF)	-6,370	-5,870	-6,102	-4,838	-4,584

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>78,057</b>	<b>77,288</b>	<b>74,721</b>	<b>80,540</b>	<b>87,145</b>
매출원가	71,030	72,274	69,383	73,975	79,758
매출총이익	7,027	5,014	5,339	6,566	7,387
매출총이익률	9.0	6.5	7.1	8.2	8.5
판매비와관리비	3,110	3,727	4,100	4,510	4,961
판매비율	4.0	4.8	5.5	5.6	5.7
<b>영업이익</b>	<b>3,917</b>	<b>1,904</b>	<b>1,239</b>	<b>2,056</b>	<b>2,426</b>
영업이익률	5.0	2.5	1.7	2.6	2.8
EBITDA	5,710	3,317	3,480	4,486	5,024
영업외손익	-1,057	-972	-1,402	-673	-1,050
금융이자손익	-440	-749	-896	-1,113	-1,320
외화관련손익	-256	-102	-93	90	0
기타영업외손익	-361	-121	-413	350	270
<b>세전이익</b>	<b>2,860</b>	<b>932</b>	<b>-164</b>	<b>1,383</b>	<b>1,376</b>
세전이익률	3.7	1.2	-0.2	1.7	1.6
법인세비용	965	377	342	456	454
법인세율	33.7	40.5	-208.5	33.0	33.0
계속사업이익	1,895	555	-505	926	922
<b>당기순이익</b>	<b>1,895</b>	<b>555</b>	<b>-505</b>	<b>926</b>	<b>922</b>
당기순이익률	2.4	0.7	-0.7	1.1	1.1
지배기업순이익	1,569	256	-504	762	783
총포괄손익	2,066	654	-505	926	922

**주요투자지표**

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (원)	16,339	2,624	-4,719	5,006	5,145
BPS	218,491	226,492	146,970	150,262	153,448
CFPS	60,001	33,355	28,649	30,548	33,557
DPS	0	0	0	0	0
PER (배)	9.3	53.5	-	20.8	20.3
PSR	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
PCR	2.5	4.2	3.6	3.4	3.1
EV/EBITDA	6.0	11.9	12.0	10.5	10.5
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율	66.6	-1.0	-3.3	7.8	8.2
영업이익증가율	124.9	-51.4	-34.9	66.0	18.0
순이익증가율	437.2	-83.7	0.0	0.0	2.8
EPS증가율	437.2	-83.9	0.0	0.0	2.8
부채비율 (%)	189.2	169.3	183.2	200.8	218.6
차입금비율	117.7	103.4	118.1	132.1	145.8
순차입금/자기자본	69.7	58.4	81.1	97.2	112.6
ROA (%)	3.2	0.7	-0.6	1.1	1.0
ROE	8.5	1.2	-2.3	3.5	3.5
ROIC	8.7	3.0	8.6	2.7	2.9

주: K-IFRS 연결 기준, 2024/08/02 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
SK이노베이션 (096770)	22/04/29	매수	300,000원	-32.0	-20.0
	22/07/11	매수	300,000원	-40.8	-31.0
	22/10/14	매수	250,000원	-34.0	-25.4
	23/01/10	매수	200,000원	-16.5	-0.1
	23/05/09	매수	270,000원	-34.1	-24.7
	23/07/31	매수	270,000원	-43.9	-23.5
	24/01/15	매수	200,000원	-41.3	-35.6
	24/04/30	매수	200,000원	-45.9	-39.5
	24/08/05	매수	170,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2024.06.30 기준) / 매수(Buy) 85.7%, 보유(Hold) 13.5%, 매도(Sell) 0.8%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.