

2024.08.06.(화) 증권사리포트

금호석유

합성고무가 견인한 실적 서프라이즈

[출처] 하나증권 유재성 애널리스트

2Q24 영업이익 상향된 컨센을 29% 상회

2Q24 영업이익은 1,192억원(QoQ +52%, YoY +11%)으로 최근 상향된 컨센(923억원)을 29% 상회하는 서프라이즈를 기록했다. 대부분의 사업부에서 실적이 개선된 덕이다. 특히, 합성고무 영업이익은 466억원(OPM 6.6%)으로 전사 실적 개선의 주된 요인으로 작용했다. NBL은 물량/판가가 모두 QoQ 두 자릿수 이상 성장했고, 가동률 또한 80% 수준까지 상향되며 흑자 전환한 것으로 추정된다. SBR/BR, SSBR, NBR도 전방 타이어 수요 개선과 가격 상승에 따라 실적 개선이 나타난 것으로 추정된다. 특히, SSBR은 전기 차용 타이어향 수요 호조로 범용고무 대비 높은 이익을 창출하고 있다. EPDM/TPV의 영업이익은 224억원(OPM 13%)으로 여전히 높은 수준의 이익이 지속 중이다. 페놀 사업부는 에폭시의 마진 개선, 합성수지는 ABS 개선 영향으로 흑자전환에 성공했다.

3Q24 영업이익 전분기와 유사한 실적 예상

3Q24 영업이익은 1,188억원(QoQ -0.3%, YoY +41%)을 추정한다. 현재 컨센(1,094억원)을 10% 가량 상회하는 수치다. 합성수지, 에너지/정밀화학, EPDM/TPV의 감익을 합성고무/페놀의 추가 개선을 통해 상쇄할 전망이다. 합성고무 영업이익은 542억원(QoQ +16%, OPM 7.3%)으로 추가 개선을 예상한다. 7월 한국 SBR/BR, NB Latex의 수출량/수출판가 상승이 목격되고, 일부 NCC의 정기보수 종료에 따른 BD가격 안정화가 예상되기 때문이다. 페놀 사업부 영업이익은 88억원(QoQ +55%)을 예상한다. 전분기 에폭시의 개선에 이어 페놀 마진 확대에 따른 영향이다.

합성고무 회복기 진입. 유통기한 경과로 폐기 처분되며 장갑 재고는 정상화

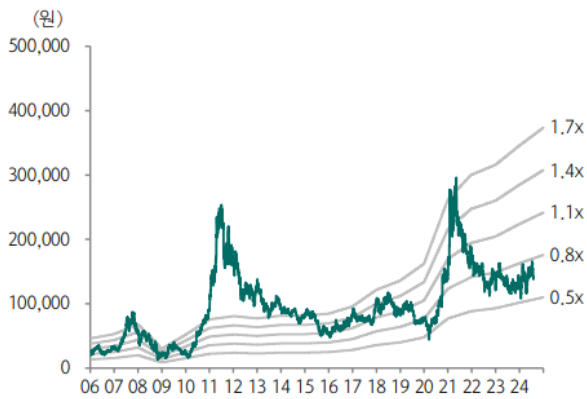
BUY, TP 19만원을 유지한다. 합성고무는 1H24 회복에 이어 2H24~1H25 Up-Cycle에 진입할 전망이다. 근거는 다음과 같다. 1) 최근 말레이/태국 장갑업체와 금호석유 NBL의 가동률 상향은 장갑 시장의 재고 정상화에 기인한다. 보통 천연고무/라텍스 장갑의 유통기한은 4년 내외다. 코로나 당시 축적된 과잉 재고가 최근 폐기 처분되며 장갑/NBL 시장은 정상궤도에 진입하고 있다. 2) 천연고무의 강세를 전망한다. 천연고무는 지난 수년 간 낮은 수익성과 병충해 영향으로 주요 생산국을 중심으로 생산량이 급감했고, 2025년부터 EUDR이 시행되면서 수익성 영향을 받는 소작농의 경작 포기가 속출할 것이다. 천연고무 강세는 결국 대체재인 합성고무(SBR/BR, NBL) 가격 강세 유발 요인이다. 3) NCC의 누적된 증설과 COTC 공법 확대는 원재료인 에틸렌/프로필렌/부타디엔의 공급과잉 요소다. 영업이익은 2H24 HoH +27%, 2025년 YoY +40% 증가를 예상한다. 이는 업황 회복과 더불어 증설에 따른 물량 증가 효과가 발휘되기 때문이다. 참고로, 예정된 증설은 NBL +23.6만톤(기존 대비 +33%, 2024년 9월 가동), EPDM +7만톤(+30%, 4Q24 완공) 등이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

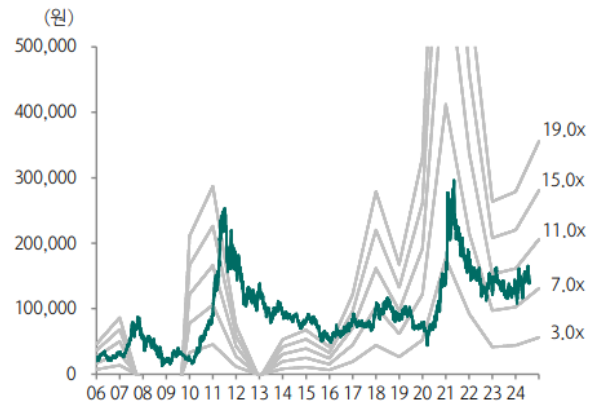
| 투자지표 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 7,975.6 | 6,322.5 | 7,221.5 | 7,561.4 |
| 영업이익 | 1,147.3 | 359.0 | 448.6 | 629.2 |
| 세전이익 | 1,254.4 | 485.1 | 588.7 | 756.0 |
| 순이익 | 1,019.9 | 446.8 | 453.1 | 574.2 |
| EPS | 30,848 | 13,880 | 14,670 | 18,708 |
| 증감율 | (47.44) | (55.01) | 5.69 | 27.53 |
| PER | 4.08 | 9.57 | 9.71 | 7.61 |
| PBR | 0.71 | 0.72 | 0.70 | 0.65 |
| EV/EBITDA | 2.58 | 6.35 | 5.76 | 4.28 |
| ROE | 18.96 | 7.77 | 7.53 | 8.90 |
| BPS | 176,743 | 185,837 | 203,404 | 219,651 |
| DPS | 5,400 | 2,900 | 2,900 | 2,900 |

도표 3. 금호석유 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: 하나증권

도표 4. 금호석유 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 하나증권



비에이치

경기침체 우려에도 돋보이는 실적 차별화

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

2Q24 깜짝 실적 기록

2Q24 매출액은 4,685억원(57%QoQ, 53%YoY), 영업이익은 313억원(272%QoQ, 223%YoY)을 기록, 각각 컨센서스 대비 13%, 40% 상회하는 깜짝 실적을 발표하였다. 북미 고객 스마트폰 수요 증가에 Display FPCB 매출이 예상보다 더 좋았고, BH EVS(차량용 무선충전모듈) 매출도 946억원을 기록하여 분기 최고치를 기록했으며 흑자 행진을 이어갔다.

3Q24에는 역대 최고 분기 실적 달성할 전망

하반기부터 새로 IT OLED용 FPCB 매출이 반영됨과 북미 고객사 공급망 내 점유율 상승 및 계절 성수기 효과에 힘입어, 동사 3Q24 매출액은 5,730억원(22%QoQ, 26%YoY)을 기록할 전망이다. 영업이익률은 11.8%(+5.1%pt QoQ), 영업이익은 676억원(33%YoY)으로 분기 기준 역대 최고 실적이 예상된다. 4Q24 일부 비수기 영향을 고려할 때, 2024년 동사 매출액은 1.9조원(19%YoY)으로 성장 예상되고, 연말 일회성 비용 요인을 고려한 올해 영업이익은 1,343억원으로 2022년 최고치 수준을 소폭 넘을 수 있을 전망이다.

목표주가 3만원으로 상향조정, 투자의견 '매수' 유지

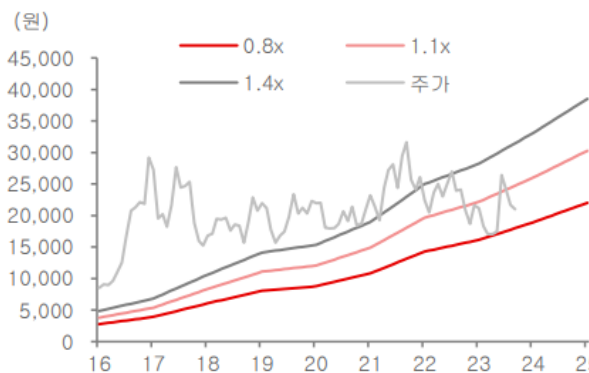
2Q24 깜짝 실적은 최근 주가 급등을 통해 선반영했던 것으로 판단된다. 그러나 최근 글로벌 경기 침체 우려에도 불구하고, 동사의 다각화된 사업구조 및 성과(차량용 무선충전모듈), 신제품 효과(IT OLED), 시장 점유율 상승 등으로 사업경쟁력이 높아지고 있고 실적 차별화가 돋보임을 주시할 필요가 있다. 올해와 내년 영업이익을 각각 29%, 19% 상향조정하며, 목표주가를 3만원으로 상향조정한다

Fig. 1: 비에이치 연결재무제표 요약

| | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(십억원) | 1,681 | 1,592 | 1,901 | 2,099 | 2,295 |
| 영업이익 | 131 | 85 | 134 | 149 | 172 |
| 세전이익 | 164 | 97 | 134 | 147 | 173 |
| 순이익[지배] | 144 | 91 | 120 | 134 | 158 |
| EPS(원) | 4,206 | 2,631 | 3,489 | 3,886 | 4,590 |
| 증감률(%) | 73.2 | -37.4 | 32.6 | 11.4 | 18.1 |
| PER(배) | 5.3 | 8.0 | 5.9 | 5.3 | 4.5 |
| PBR | 1.3 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 4.8 | 5.8 | 3.5 | 2.8 | 1.9 |
| ROE(%) | 29.7 | 15.1 | 17.2 | 16.2 | 16.3 |
| 배당수익률 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |

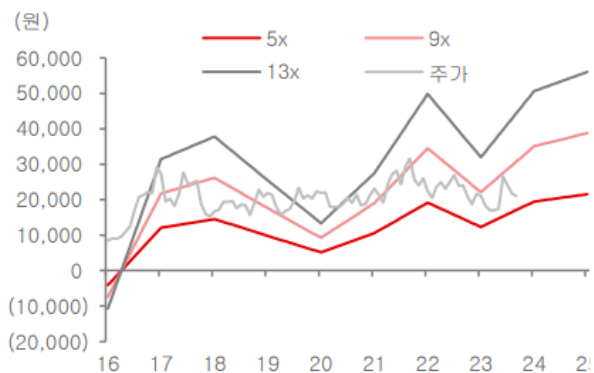
자료: 비에이치, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 비에이치 P/B 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: 비에이치 P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권



롯데웰푸드

중장기 실적 개선 방향성은 여전히 견호

[출처] 키움증권 신대현 애널리스트

2분기 영업이익 633억원으로 당사 기대치 부합

롯데웰푸드의 2Q24 연결기준 영업이익은 633억원(+30% YoY)으로 당사 기대치에 부합하였다(시장 컨센서스 대비는 하회).

국내 매출은 건과/빙과 매출 증가에도 불구하고, 식자재유통 사업 합리화로 인해, YoY -0.6% 감소하였다. 해외 매출은 루블화 평가절하 영향으로 카자흐스탄 매출이 내수와 수출 모두 감소하였음에도 불구하고, 초코파이 라인 증설 및 우호적 기상에 따른 인도 매출 호조, 러시아에서의 MT 시장 확대 등에 힘입어, YoY +6% 증가하였다.

연결기준 영업이익률은 6.1%로 YoY +1.4%p 개선되었다. 국내는 유지 판매량 회복과 원재료 투입단가 하락으로 YoY +0.8%p 개선되었고, 해외는 원재료 투입단가 안정화와 인도 /러시아 법인 판매량 증가 등에 힘입어 YoY +2.2%p 개선되었다.

중장기 실적 개선 방향성은 여전히 견고

단기적으로 폭염 수혜에 대한 기대로 시장 눈높이가 높아져 있는 점이 부담으로 작용하였으나, 중장기 실적 개선 방향성은 여전히 견고한 것으로 판단된다. 하반기에도 원부재료 투입단가 안정화와 인도/러시아 고성장에 힘입어 전사 실적 개선이 기대되고, 국내는 Health & Wellness 제품 중심의 매출 증가로 중장기 수익구조 개선의 기반이 마련되고 있으며, 빠르게 중심으로 다양한 브랜드의 글로벌 수출을 확대하고 있는 점도 긍정적인 요소이다.

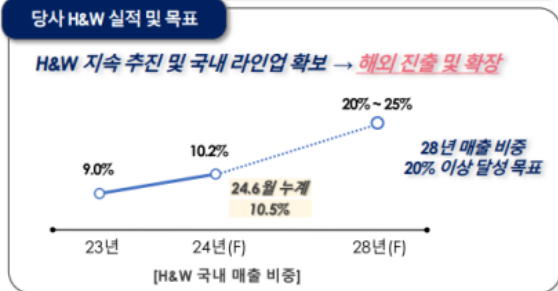
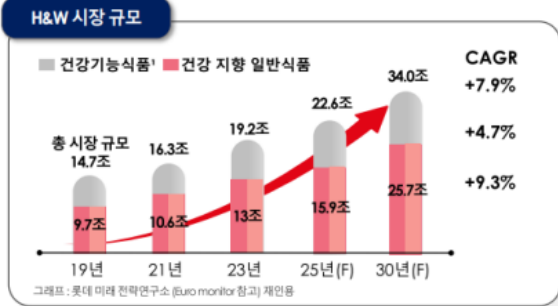
투자의견 BUY, 목표주가 210,000원 유지

롯데웰푸드에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 210,000원을 유지한다. 동사는 고수익 제품 및 글로벌 매출 비중 확대로 전사 실적 개선 흐름이 지속될 것으로 전망된다. 특히, 인도 빙과 신공장 증설 이후, 매출 성장률 개선이 강하게 나타난다면, 주가 밸류에이션이 재차 상승할 수 있을 것으로 전망된다.

투자지표

| (십억원, IFRS 연결) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 3,203.3 | 4,066.4 | 4,100.9 | 4,233.2 |
| 영업이익 | 112.4 | 177.0 | 222.3 | 245.9 |
| EBITDA | 266.0 | 367.7 | 413.3 | 468.9 |
| 세전이익 | 51.5 | 109.8 | 181.8 | 208.1 |
| 순이익 | 43.9 | 67.8 | 132.4 | 157.8 |
| 지배주주지분순이익 | 47.0 | 70.5 | 135.2 | 157.8 |
| EPS(원) | 5,931 | 7,476 | 14,334 | 16,721 |
| 증감률(% YoY) | 9.1 | 26.0 | 91.7 | 16.7 |
| PER(배) | 20.7 | 16.6 | 11.3 | 9.6 |
| PBR(배) | 0.57 | 0.57 | 0.70 | 0.66 |
| EV/EBITDA(배) | 8.0 | 5.5 | 6.1 | 5.2 |
| 영업이익률(%) | 3.5 | 4.4 | 5.4 | 5.8 |
| ROE(%) | 2.9 | 3.5 | 6.4 | 7.1 |
| 순차입금비율(%) | 41.8 | 36.2 | 41.5 | 35.4 |

롯데웰푸드 국내 Health & Wellness 사업 전략



Note1. 건강기능식품: 인체에 유용한 기능성을 가진 원료나 성분을 사용하여 제조 가공한 식품 (건강기능식품법을 3조1항)

자료: 롯데웰푸드, 키움증권 리서치

24년 진행 브랜드 현황

ZERO

1Q 2Q 2H

“22년164억 23년374억 24년500억 목표”

소비자 Needs 기반 라인업 확대 검토

Note. 기표 매출 기준

이디 프로틴

1Q 2Q 2H

Joee

식물성 제과 브랜드 Joee 런칭 (24.6월)

이디 프로틴

1Q 2Q

기타

[이온 플러스+]

소비자 Needs에 맞춘 신제품 개발 지속

캔디, 아이스



DS단석

지속가능 항공유(SAF) 시장 개화 수혜 전망

[출처] 하나증권 조정현 애널리스트

바이오 에너지 생산 및 폐배터리 리사이클링 업체

DS단석은 1965년에 설립된 바이오중유 및 폐자원 리사이클링 전문업체로, 바이오 에너지, 배터리 리사이클, 플라스틱 리사이클의 3가지 사업을 영위하고 있다. 주요 사업인 바이오에너지 부문은 폐식용유와 식물성 오일을 원료로 바이오디젤을 생산하며, 부산물과 동물성 유지를 이용한 바이오 연료 및 선박 연료로 사용되는 바이오선박유를 제공한다. 차량용, 발전용, 선박용 등에 사용된다. 배터리 리사이클 사업은 전세계에서 폐납축전지를 수집하고 재생연(금속 납)을 제조하여 배터리 업체에 판매하는 사업이다. 2023년 기준으로 사업부별 매출 비중은 바이오에너지 63%, 배터리 리사이클 23%, 플라스틱 리사이클 7%, 기타 7%이다.

2세대 바이오디젤 HVO 라인 증설, SAF 사업 성장 확대

DS단석은 국내 바이오디젤 수출의 70%를 차지하는 1위 사업자로, SAF(Sustainable Aviation Fuel, 지속 가능 항공유) 시장 성장의 구조적 수혜가 예상된다. HVO는 수소 첨가공법으로 제조된 2세대 바이오디젤로, 저온에서도 얼지 않아 SAF로 사용되며, 탄소 배출을 최대 80% 줄일 수 있어 온실가스 감축에 기여할 수 있다. 글로벌 HVO 생산량은 2030년까지 연평균 20% 증가할 것으로 보이며, SAF는 미국과 EU의 정책 지원으로 주목받고 있는 중이다. DS단석은 3분기까지 평택 1공장에 40만 톤 규모의 HVO 전처리 플랜트를 구축하고, 2025년에는 30만톤의 SAF 생산을 목표로 하고 있다. 또한 일본 최대 정유사 ENEOS를 비롯해 HMLP, 노무라사무소, 샷포로 유지 등과 SAF 연료 및 원료 수급을 위한 MOU를 체결한 상태로, 2025년부터 바이오 에너지 사업부의 외형 성장이 기대된다.

납축전지 사업의 안정적인 성장과 2차전지 리사이클링 사업 진출

2020-23년 배터리 리사이클링 사업 매출은 1,225억원→1,380억원→1,715억원→2,474억원으로 안정적인 성장을 이뤄왔다. 이는 납축전지가 리튬이온 전지 대비 경제성과 활용성이 우수한 데다 환경 규제로 인해 신규 진입이 어렵기 때문이다. 한편, 올해 4월 2차전지 리사이클링 사업에 진출하기 위한 군산 신규 공장 증설을 완료한 상황으로, 연 8천톤 규모의 폐배터리 처리 시설 및 5천톤 규모의 블랙 매스 추출 시설이 가동될 예정이다. 말레이시아, 인도네시아, 베트남 등 글로벌 생산 거점을 통해 추가 블랙 매스 공장 구축을 예정중이며, 2025년부터는 니켈, 코발트, 망간을 추출하는 습식제련까지 사업을 확대할 것으로 전망된다

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

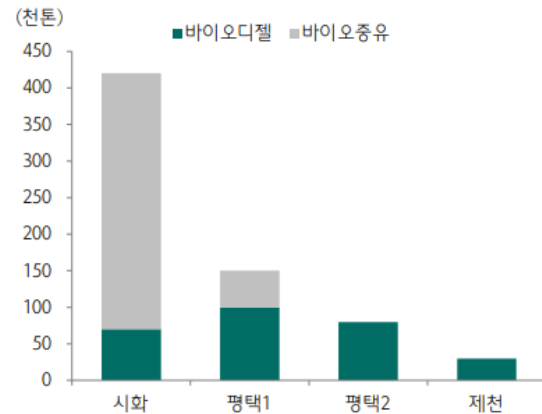
| 투자지표 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 599 | 901 | 1,134 | 1,070 |
| 영업이익 | 25 | 72 | 74 | 76 |
| 세전이익 | 10 | 50 | 38 | 51 |
| 순이익 | 8 | 36 | 27 | 39 |
| EPS | 895 | 4,370 | 4,380 | 7,955 |
| 증감율 | 206.5 | 388.3 | 0.2 | 81.6 |
| PER | N/A | N/A | N/A | 36.3 |
| PBR | N/A | N/A | N/A | 6.1 |
| EV/EBITDA | N/A | N/A | N/A | 21.9 |
| ROE | 5.9 | 20.5 | 19.5 | 14.4 |
| BPS | 15,237 | 26,425 | 28,146 | 47,319 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 |

도표 3. 바이오 에너지 사업 구조



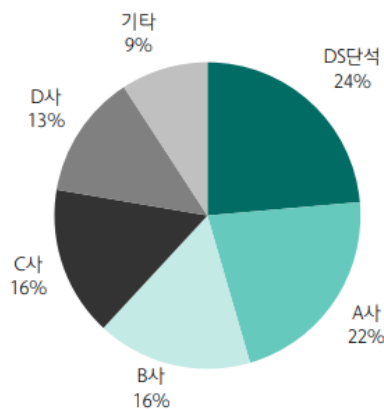
자료: DS단석, 하나증권

도표 4. DS단석 유종 및 공장별 생산 CAPA



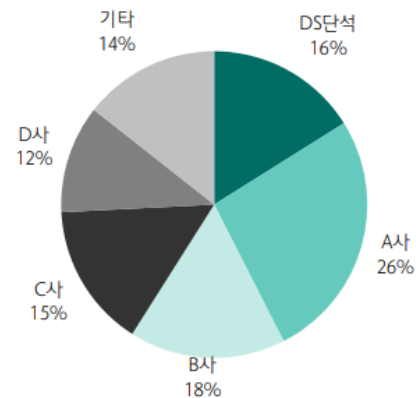
자료: DS단석, 하나증권

도표 5. 바이오중유 국내 시장 점유율



자료: DS단석, 하나증권

도표 6. 바이오디젤 국내 시장 점유율



자료: DS단석, 하나증권



TKG휴캤스

3분기 영업이익, 전 분기 대비 47.3% 증가 전망

[출처] IBK투자증권 이동욱 애널리스트

올해 2분기 영업이익, 전 분기 대비 31.9% 감소

TKG휴켄스의 올해 2분기 영업이익은 215억원으로 전 분기 대비 31.9% 감소하며 시장 기대치에 부합하였다. 판매/생산 물량의 호조에도 불구하고, 주요 원재료인 암모니아의 가격이 반등하며 전 분기와 달리 부정적인 레깅 효과가 발생하였고, 물류 차질과 중국 고객사의 정기보수로 초안/질산 등의 수출 증가가 제한되었으며, 신규 MNB 설비의 시운전/품질 테스트로 일회성 비용이 발생하였고, 드라이빙 시즌에 따른 방향족 가격 강세로 TDI-톨루엔 스프레드가 축소되며 DNT의 수익성이 둔화되었기 때문이다.

올해 3분기, 실적 반등 전망

올해 3분기 영업이익은 317억원으로 전 분기 대비 개선될 전망이다. 2분기 암모니아 가격 반등으로 3분기에는 질산부문에서 긍정적인 레깅 효과가 발생할 전망이고, 역내/외 메이저 이소시아네이트 업체들의 대규모 정기보수로 NT부문의 실적 개선이 예상되며, 2분기에서 이연된 질산/MNB 잉여분의 수출이 확대될 것으로 전망되고, 미 연준의 금리인하 움직임으로 기능성의류 TDI, 건설단열재 MDI향 수요 확대가 예상되며, 올해 3분기 금호미쓰이화학의 MDI 증설분 가동으로 신규 MNB의 본격 판매가 전망되기 때문이다.

참고로 중국 Wanhua는 7월 16일부터 TDI 30만톤, MDI 110만톤을 45일 동안 정기보수를 진행할 계획이며, 헝가리 Borsodchem도 7월 중순부터 45일 동안 MDI 35만톤의 계획된 보수를 진행한다.

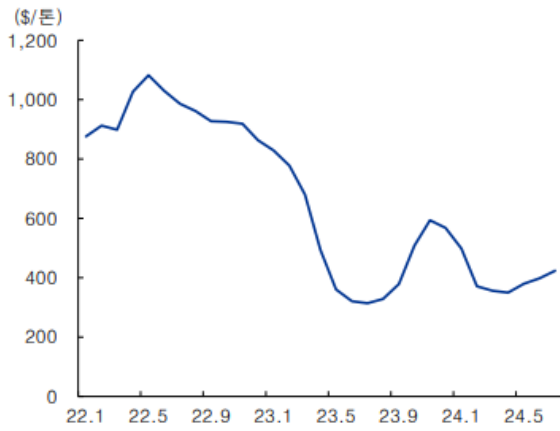
올해부터 본격적인 Capex 회수기 돌입 전망

작년/재작년 질산/MNB 증설에 2천억원 이상의 투자비가 집행되었다. 다만 올해와 내년에는 각각 610억원, 300억원으로 감소하며, 본격적인 Capex 회수기에 돌입할 전망이다. 참고로 No.6. 질산 공장은 올해 초부터 이미 상업 가동에 들어갔고, No.2 MNB 공장은 올해 2분기 시운전 개시 후 하반기부터 실적에 반영될 전망이다.

| (단위:십억원,배) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,236 | 1,053 | 1,247 | 1,519 | 1,666 |
| 영업이익 | 117 | 121 | 121 | 150 | 170 |
| 세전이익 | 111 | 153 | 143 | 182 | 210 |
| 당기순이익 | 87 | 135 | 112 | 142 | 164 |
| EPS(원) | 2,119 | 3,296 | 2,730 | 3,484 | 4,020 |
| 증가율(%) | 14.5 | 55.5 | -17.2 | 27.6 | 15.4 |
| 영업이익률(%) | 9.5 | 11.5 | 9.7 | 9.9 | 10.2 |
| 순이익률(%) | 7.0 | 12.8 | 9.0 | 9.3 | 9.8 |
| ROE(%) | 12.0 | 17.0 | 12.7 | 14.7 | 15.2 |
| PER | 9.4 | 6.5 | 7.0 | 5.4 | 4.7 |
| PBR | 1.1 | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 4.4 | 4.6 | 2.3 | 1.4 | 0.7 |

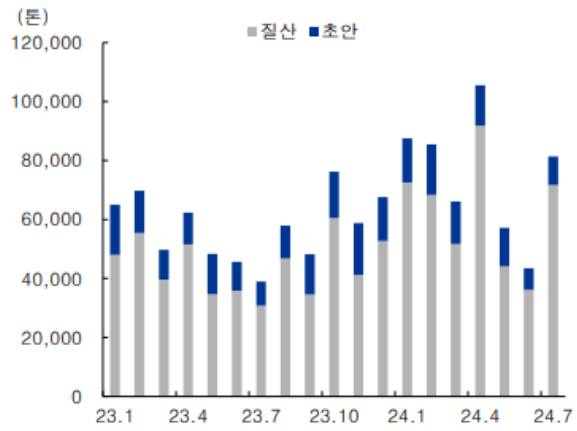
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 암모니아 가격



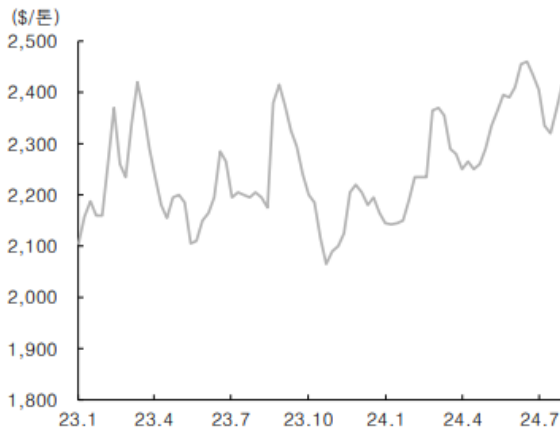
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 2. 국내 질산/초안 수출 추이



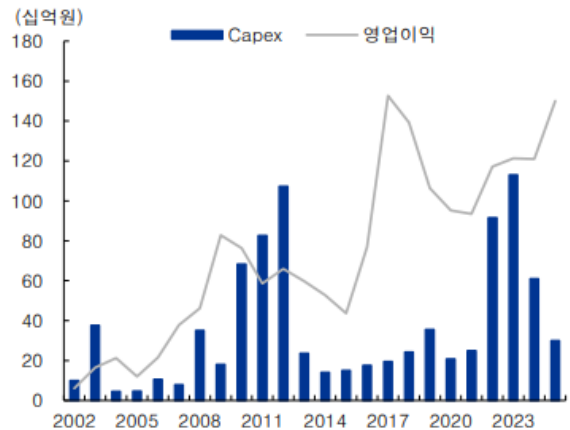
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 3. 역대 MDI 가격 추이



자료: 씨스켐, IBK투자증권

그림 4. TKG휴켄스 Capex/영업이익 추이/전망



자료: TKG휴켄스, IBK투자증권



ISC

우려가 해소되는 지점

[출처] NH투자증권 문소영 애널리스트

동사에 대한 우려는 이미 주가에 반영, 성장성에 주목할 때

ISC에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 90,000원 유지. 최근, 동사 주가 하락은 1)낮아진 M&A 기대감, 2) 연속된 AI향 매출 지연, 3)AI 과잉 투자 우려에 기인한 것으로 판단. 최근, 주요 하이퍼스케일러 Capex 증가 발표로 AI 반도체センチ먼트는 일부 개선. 또한, 동사 주가에는 M&A 모멘텀이 축소된 것으로 판단. 현재 주가는 최근 2년간 12M Forward PER 기준, 밸류에이션이 가장 낮은 상황
 이제 주목할 점은 앞으로의 방향성. 2Q24 동사는 AI 반도체향 매출이 온기 반영되어 다운사이클 이래 처음으로 매출액 500억원 수준을 기록. AI 모멘텀을 실적으로 증명할 수 있는 동사의 미래 성장성에 주목

2Q24 Review : AI 모멘텀이 실적으로 증명되는 시간

2Q24 매출액은 498억원(+38.3% y-y, +41.9% q-q), 영업이익 149억원(+130.2% y-y, +74.3% q-q)으로 컨센서스 및 당사 추정치에 부합. GPU/ASIC, AI PC향 매출이 증가하며, AI 반도체 매출 비중은 31%를 기록. 하반기에도 주요 고객사 신제품 출시로 AI 서버 및 스마트폰향 공급 확대 전망. AI 반도체는 성능 개선이 지속되며 테스트 소켓 ASP도 점차 증가하는 상황
 외형 확대와 함께 체질 개선도 진행중. 비메모리 고객사 내 점유율 확대로 수익성이 낮은 메모리 매출 비중을 2023년 30%에서 2024년 16%로 축소할 것으로 기대됨(2Q24 메모리 비중 15%). 운영 효율화로 인한 마진 증가도 기대. 동사는 1)3Q25까지 생산 시설을 베트남으로 이전하고, 2)수익성이 낮은 테스트 보드 부문 매각 절차를 진행중으로 4Q24에 마무리될 전망

| | 2023 | 2024E | 2025F | 2026F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 140 | 191 | 243 | 278 |
| 증감률 | -21.6 | 36.3 | 27.3 | 14.3 |
| 영업이익 | 11 | 57 | 82 | 99 |
| 증감률 | -80.8 | 427.0 | 44.4 | 20.8 |
| 영업이익률 | 7.7 | 29.6 | 33.6 | 35.5 |
| (지배지분)순이익 | 13 | 56 | 70 | 83 |
| EPS | 720 | 2,663 | 3,312 | 3,910 |
| 증감률 | -71.5 | 269.7 | 24.4 | 18.0 |
| PER | 111.5 | 19.3 | 15.5 | 13.1 |
| PBR | 3.6 | 2.1 | 1.9 | 1.7 |
| EV/EBITDA | 74.5 | 11.9 | 8.4 | 6.7 |
| ROE | 3.6 | 11.4 | 13.0 | 13.9 |
| 부채비율 | 14.4 | 12.7 | 12.9 | 13.0 |
| 순차입금 | -255 | -276 | -290 | -331 |

단위: 십억원, %, 원, 배



SK이노베이션

2Q24 Review 배터리 적자 확대

[출처] 유진투자증권 황성현 애널리스트

실적 수정 반영해 목표주가 160,000원(PBR 0.8배)으로 20% 하향, 투자의견 BUY 유지. 2Q24 전사 매출액 19조원(-0%qoq, +0%yoy), 영업손실 458억원(적전qoq, 적지yoy), 당기순손실 6,397억원(적지qoq, 적지yoy)으로 부진한 실적. 특히, 배터리 사업은 매출액 1.6조원, 영업손실 4,601억원(OPM -30%)을 기록하며 적자 확대. 글로벌 CAPA 라인 전환이 진행되며 전사 설비이용률 하락(-25%p로 추정)이 지속된 것으로 추정. 2Q ASP(평균 판가)는 87달러/kWh, Unit cost는 113달러/kWh로 추정하며, AMPC는 1,119억원으로 증가(1Q 385억원)

3Q24 전사 매출액 19조원(+2%qoq, -3%yoy), 영업이익 2,984억원(흑전qoq, -80%yoy), SK On 매출액 1.9조원(+21%qoq, -41%yoy), 영업손실 2,851억원(적지qoq, 적전yoy) 전망. 배터리 흑자 전환은 장기간 어렵다고 판단하지만, SK E&S와 합병을 통한 재무구조 개선, 신용등급 보완을 통한 금융비용 안정화, 에너지 종합 기업으로의 변화 기대감은 여전히 유효. SK E&S와 합병 시 사업 전략 및 시너지 효과에 대한 시각을 차후 업데이트 예정

도표 1. SK 이노베이션 실적 추정

| (십억원, %) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 매출액 | 19,143 | 18,727 | 19,889 | 19,529 | 18,855 | 18,799 | 19,239 | 19,791 | 77,288 | 76,685 | 80,969 |
| 에너지 | 11,607 | 10,743 | 12,323 | 12,878 | 12,855 | 13,164 | 13,225 | 13,283 | 47,551 | 52,526 | 49,896 |
| 화학 | 2,535 | 2,857 | 2,900 | 2,452 | 2,759 | 2,594 | 2,606 | 2,617 | 10,744 | 10,576 | 10,365 |
| 운할유 | 1,302 | 1,110 | 1,187 | 1,094 | 1,137 | 1,063 | 1,099 | 1,086 | 4,693 | 4,385 | 4,383 |
| 분리막 | 42 | 52 | 48 | 50 | 32 | 44 | 45 | 53 | 193 | 173 | 251 |
| 배터리 | 3,305 | 3,696 | 3,173 | 2,723 | 1,684 | 1,554 | 1,876 | 2,356 | 12,897 | 7,468 | 14,875 |
| 영업이익 | 375 | (107) | 1,563 | 73 | 625 | (46) | 298 | 578 | 1,904 | 1,455 | 1,532 |
| 에너지 | 275 | (411) | 1,113 | (165) | 591 | 144 | 312 | 462 | 811 | 1,510 | 2,985 |
| 화학 | 109 | 170 | 237 | 0 | 125 | 99 | 98 | 106 | 517 | 428 | 468 |
| 운할유 | 259 | 260 | 262 | 217 | 220 | 152 | 146 | 150 | 998 | 669 | 836 |
| 분리막 | (4) | (0) | 4 | 12 | (64) | (70) | (63) | (77) | 11 | (275) | (992) |
| 배터리 | (345) | (132) | (86) | (19) | (332) | (460) | (285) | (158) | (581) | (1,234) | (2,122) |
| OPM(%) | 2.0 | (0.6) | 7.9 | 0.4 | 3.3 | (0.2) | 1.6 | 2.9 | 2.5 | 1.9 | 1.9 |
| 에너지 | 2.4 | (3.8) | 9.0 | (1.3) | 4.6 | 1.1 | 2.4 | 3.5 | 1.7 | 2.9 | 6.0 |
| 화학 | 4.3 | 6.0 | 8.2 | 0.0 | 4.5 | 3.8 | 3.8 | 4.1 | 4.8 | 4.0 | 4.5 |
| 운할유 | 19.9 | 23.4 | 22.1 | 19.8 | 19.4 | 14.3 | 13.2 | 13.8 | 21.3 | 15.2 | 19.1 |
| 분리막 | (9.4) | (0.2) | 7.3 | 23.2 | (203.2) | (160.8) | (140.9) | (146.6) | 5.7 | (159.1) | (396.0) |
| 배터리 | (10.4) | (3.6) | (2.7) | (0.7) | (19.7) | (29.6) | (15.2) | (6.7) | (4.5) | (16.5) | (14.3) |

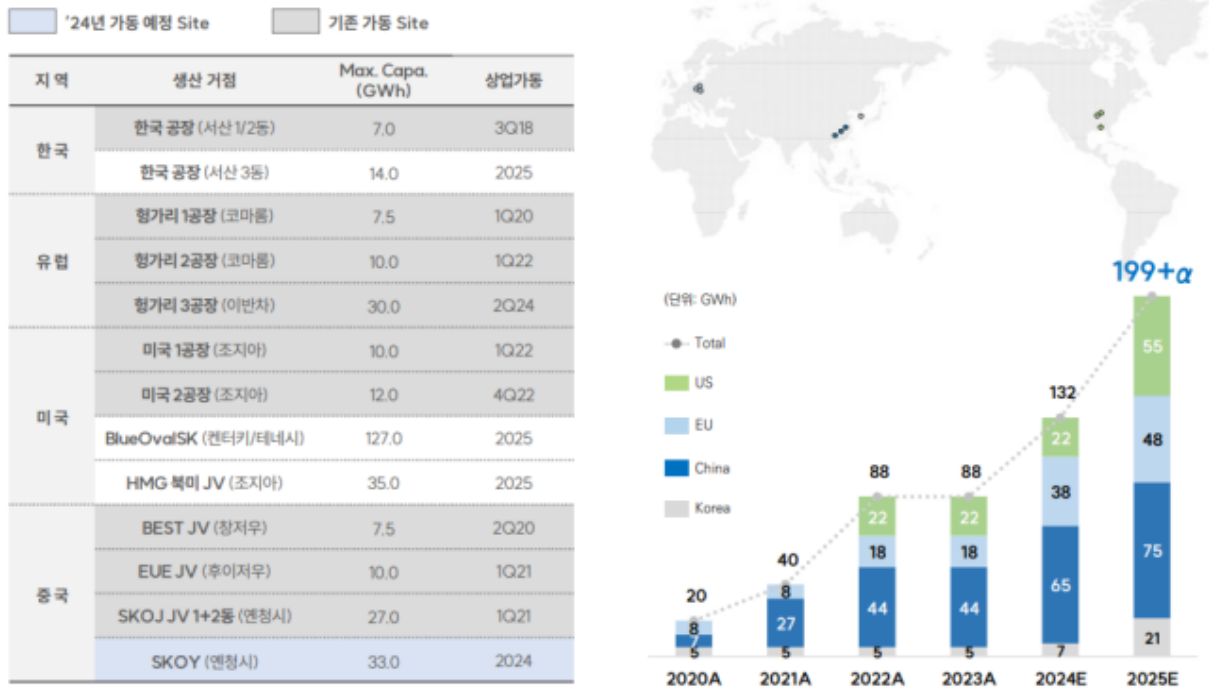
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 2. SK On 실적 추정

| (십억원, %) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|
| 매출액 | 3,305 | 3,696 | 3,173 | 2,723 | 1,684 | 1,554 | 1,876 | 2,356 | 12,897 | 7,468 | 14,875 |
| 영업이익 | (345) | (132) | (86) | (19) | (332) | (460) | (285) | (158) | (581) | (1,234) | (2,122) |
| OPM(%) | -10.4 | -3.6 | -2.7 | -0.7 | -19.7 | -29.6 | -15.2 | -6.7 | -4.5 | -16.5 | -14.3 |
| 가정 | | | | | | | | | | | |
| CAPA(GWh) | 18 | 18 | 22 | 22 | 30 | 30 | 33 | 33 | 88 | 132 | 199 |
| 평균 판가(\$/kWh) | 150 | 165 | 122 | 105 | 83 | 87 | 92 | 97 | 135 | 90 | 115 |
| 단위 이익(\$/kWh) | (16) | (6) | (3) | (1) | (16) | (26) | (14) | (6) | (6) | (16) | (16) |
| 단위 비용(\$/kWh) | 166 | 171 | 125 | 105 | 99 | 112 | 106 | 103 | 142 | 105 | 131 |
| 변동비(\$/kWh) | 127 | 130 | 93 | 75 | 53 | 43 | 50 | 58 | 106 | 50 | 94 |
| 고정비(\$/kWh) | 39 | 41 | 33 | 31 | 46 | 69 | 56 | 45 | 36 | 55 | 37 |

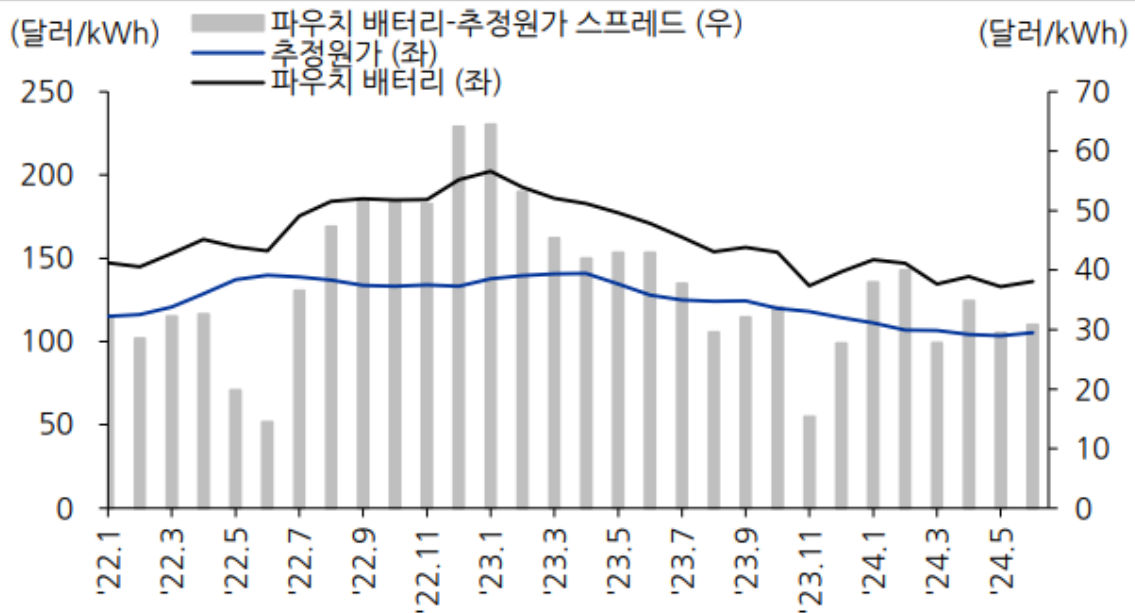
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 3. 배터리 생산능력



자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 4. 파우치 배터리 가중평균 스프레드



자료: KITA, 유진투자증권



주 전 180400 경 DXVX 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 120/600 2024/08/05
2,950 ▼ 50 -1.67% 2,754,408 346.89% 9.11% 8,387백만 호가 2,950 2,945 시 2,990 고 3,280 저 2,505 매수 매도 평

