



SK이노베이션 (096770)

하반기 반등을 기대하나, 낮아진 가시성

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (유지)

목표주가(하향): 120,000원

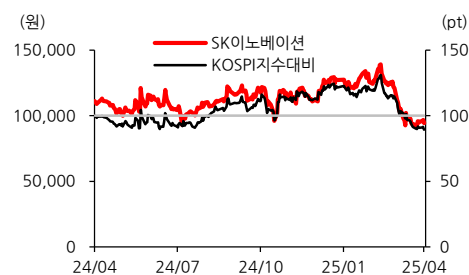
현재 주가(4/30)	94,400원
상승여력	▲ 27.1%
시가총액	142,577억원
발행주식수	151,035천주
52 주 최고가 / 최저가	139,200 / 92,100원
90 일 일평균 거래대금	348.98억원
외국인 지분율	13.6%
주주 구성	
SK (외 9인)	55.9%
국민연금공단 (외 1인)	6.1%
SK 이노베이션우리스주 (외)	0.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-22.0	-25.7	-20.5	-15.0
상대수익률(KOSPI)	-21.9	-26.5	-19.1	-10.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	77,288	74,717	78,254	77,366
영업이익	1,904	316	547	2,870
EBITDA	3,317	2,478	4,169	6,697
지배주주순이익	256	-2,260	-1,046	754
EPS	2,546	-14,978	-6,969	4,991
순차입금	17,528	31,534	32,584	34,970
PER	55.1	-7.5	-13.5	18.9
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.6	19.6	11.3	7.4
배당수익률	n/a	1.8	2.1	2.1
ROE	1.2	-9.6	-4.4	3.2

주가 추이



SK 이노베이션은 석유/화학 부문의 부진이 이어졌으나, SKon 은 라인 전환 후 출하가 증가했다. 하반기 전사업부 실적 개선을 기대하나, 미국의 관세 전쟁 등으로 회복에 대한 가시성이 낮아졌다.

1분기: 컨센서스 하회

SK이노베이션의 1분기 실적은 매출액 21조 원, 영업적자 446억 원으로 컨센서스(매출액 21조 원, 영업이익 721억 원)를 하회했다.

1) 석유/화학/운환/E&S: 정유/석유화학의 감익이 영향이 컸다. 석유 부문은 연초 높았던 유가와 아프리카/중동 지역의 가동률 증가 영향으로 인해 정제마진이 약세를 보이며 수익성이 악화됐다. 화학 부문도 BZ/PE 등의 스프레드 약세가 지속됐고, 운환유도 경기 둔화로 판매량이 감소하며 수익성이 하락했다. 반면, E&S는 동절기 도시가스 판매 증가하며 수익성이 개선됐다.

2) SKon(OP: -2,993억 원, QoQ +601억 원): SKon은 조지아 공장에서 현대차향 판매가 증가하며 AMPC는 QoQ 2.1배 상승한 1,708억 원을 기록했다. 그러나 북미 공장의 저조한 수익 구조로 인해 판매량/AMPC 증가에도 큰 폭의 수익성 개선은 제한적이었다.

2분기: 배터리 개선에도 석유/E&P 부진으로 QoQ 감익 전망

2분기 실적으로 매출액 18.9조 원, 영업적자 1,409억 원을 전망한다. 석유 사업부 적자전환의 주효하다. 1) 4월 유가 하락에 따른 재고평가손실과 2) 높은 OSP 부담 때문이다. E&S도 1) SMP 하락과 2) 도시가스/전력 수요 비수기에 따른 매출 감소로 감익이 예상되고, E&P 사업도 1) 유가 하락과 2) 페루 지역 우기에 따른 발전 수요 감소로 수익성이 하락할 것으로 전망한다. 반면, SKon은 2분기에도 현대차향 중심으로 출하량이 QoQ +20% 증가하며 AMPC와 영업적자 개선이 기대된다.

목표주가 12만 원으로 하향, 투자 의견 BUY 유지

1) 석유/화학 사업부는 하반기 회복을 기대하나, 글로벌 정책적 불확실성으로 가시성이 낮아졌다. 2) SKon도 조지아 공장 라인 전환 이후 가동률 상승 기대되나, 관세/공급망 이슈 등으로 EV 수요에 대한 불확실성이 상존하고 있다. 석유/화학 부문 개선세와 SKon 가동률 확대에 따른 실적 개선 확인이 필요하다.

[표1] SK이노베이션 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	18,855	18,799	17,657	19,406	21,147	18,803	19,078	19,227	77,288	74,717	78,254	77,366
QoQ/YoY(%)	-3%	0%	-6%	10%	9%	-11%	1%	1%	-1%	-3%	5%	-1%
영업이익	625	-46	-423	160	-45	-141	178	616	1,904	316	608	2,898
영업이익률(%)	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	-0.2%	-0.7%	0.9%	3.2%	2.5%	0.4%	0.8%	3.7%
EBITDA	1,187	544	160	879	752	657	1,016	1,473	3,934	2,770	3,898	6,402
EBITDAM(%)	6.3%	2.9%	0.9%	4.5%	3.6%	3.5%	5.3%	7.7%	5.1%	3.7%	5.0%	8.3%
정유												
매출액	12,855	13,164	12,134	11,687	11,918	10,750	10,600	10,397	47,551	49,840	43,666	41,670
영업이익	591	144	-617	342	36	-252	-92	423	811	461	115	726
영업이익률(%)	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	0.3%	-2.3%	-0.9%	4.1%	1.7%	0.9%	0.3%	1.7%
화학												
매출액	2,759	2,594	2,625	2,373	2,477	2,463	2,546	2,431	10,744	10,352	9,917	9,679
영업이익	125	99	-14	-84	-114	-73	-11	23	517	125	-174	20
영업이익률(%)	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-4.6%	-3.0%	-0.4%	1.0%	4.8%	1.2%	-1.8%	0.2%
유탄기유												
매출액	1,137	1,063	1,065	971	972	941	953	1,023	4,693	4,235	3,889	3,834
영업이익	220	152	174	140	121	155	140	134	998	687	550	588
영업이익률(%)	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	12.5%	16.5%	14.7%	13.1%	21.3%	16.2%	14.1%	15.3%
석유개발												
매출액	370	372	356	379	383	341	336	323	1,126	1,477	1,383	1,280
영업이익	154	142	131	146	120	60	96	107	368	573	383	436
영업이익률(%)	41.7%	38.2%	36.9%	38.4%	31.4%	17.7%	28.4%	33.0%	32.7%	38.8%	27.7%	34.1%
배터리												
매출액	1,684	1,553	1,431	1,599	1,605	1,780	1,973	2,108	12,897	6,267	7,466	10,445
영업이익	-332	-460	24	-359	-299	-94	-81	-99	-582	-1,127	-574	554
영업이익률(%)	-19.7%	-29.6%	1.7%	-22.5%	-18.6%	-5.3%	-4.1%	-4.7%	-4.5%	-18.0%	-7.7%	5.3%
영업이익(ex-AMPC)	-370	-572	-37	-441	-470	-302	-278	-291	-1,199	-1,419	-1,340	-569
AMPC	39	112	61	81	171	207	196	192	617	292	766	1,123
소재												
매출액	50	53	46	43	39	54	50	51	277	193	194	217
영업이익	-134	-124	-122	-148	-102	-84	-62	-62	-208	-527	-310	-278
영업이익률(%)	-267%	-233%	-264%	-342%	-264%	-156%	-124%	-121%	-75%	-273%	-160%	-128%
E&S												
매출액				2,354	3,752	2,474	2,620	2,894		2,354	11,739	10,242
영업이익				123	193	147	189	90		123	619	851
영업이익률(%)				5.2%	5.1%	5.9%	7.2%	3.1%		5.2%	5.3%	8.3%

자료: 한화투자증권 리서치센터

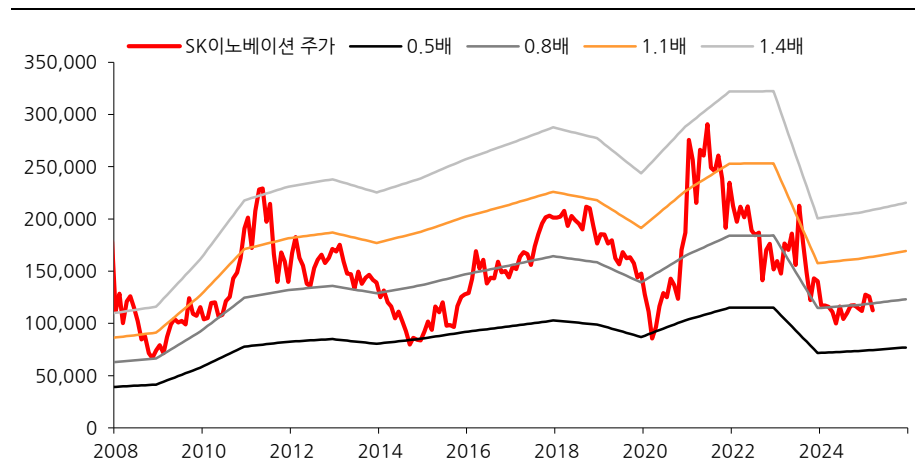
[표2] SK 이노베이션 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

	2025E EBITDA	배수		비고
영업가치			46,182	
정유/화학/유탄기유	1,545	8	12,980	- 글로벌 정유화학 peer
배터리	1,754	11	19,292	- 한국/중국 배터리 Peer
E&P	383	7	2,724	- Global E&P Peer
SK E&S	1,168	11	12,276	- 한국/일본 LNG 발전사 peer 30% 할증
SKIET 자본가치			822	- 당사 목표 시가총액 x 지분율 x 30% 할인
투자자산가치			1,023	- 장부가액 30% 할인
우선주			84	
순차입금			31,084	2025년 순차입금(SKIET 제외)
적정 시가총액			17,949	
발행주식수(천 주)			151,035	
주당 Value			118,841	
목표주가			120,000	
현재주가			94,400	
상승여력			27.1%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] SK 이노베이션 12m forward PBR Band



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	78,057	77,288	74,717	78,254	77,366
매출총이익	7,027	5,014	4,039	4,932	7,206
영업이익	3,917	1,287	23	547	2,870
EBITDA	5,710	3,317	2,478	4,169	6,697
순이자손익	-430	-742	-1,095	-1,046	-1,119
외화관련손익	-256	-102	-374	0	0
지분법손익	4	125	-352	-281	-193
세전계속사업손익	2,860	932	-2,380	-1,377	853
당기순이익	1,895	555	-2,372	-924	901
지배주주순이익	1,569	256	-2,260	-1,046	754
증가율(%)					
매출액	66.6	-1.0	-3.3	4.7	-1.1
영업이익	124.9	-67.1	-98.2	2,263.2	425.1
EBITDA	75.4	-41.9	-25.3	68.2	60.7
순이익	288.0	-70.7	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	9.0	6.5	5.4	6.3	9.3
영업이익률	5.0	1.7	0.0	0.7	3.7
EBITDA 이익률	7.3	4.3	3.3	5.3	8.7
세전이익률	3.7	1.2	-3.2	-1.8	1.1
순이익률	2.4	0.7	-3.2	-1.2	1.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	407	5,368	2,233	3,227	3,880
당기순이익	1,895	555	-2,372	-924	901
자산상각비	1,793	2,030	2,455	3,622	3,827
운전자본증감	-4,270	3,766	1,674	226	-1,043
매출채권 감소(증가)	-2,424	162	1,606	138	-946
재고자산 감소(증가)	-4,315	1,144	1,815	2,961	84
매입채무 증가(감소)	-284	-1,897	-4,957	-3,097	-177
투자현금흐름	-5,123	-11,244	-7,295	-3,998	-5,982
유형자산처분(취득)	-6,710	-11,217	-9,956	-5,398	-5,337
무형자산 감소(증가)	-288	-218	-175	-242	-242
투자자산 감소(증가)	2,553	1,262	242	-19	-19
재무현금흐름	10,507	9,490	7,327	-1,798	-304
차입금의 증가(감소)	9,019	3,128	5,180	-1,500	0
자본의 증가(감소)	-217	823	-648	-298	-304
배당금의 지급	217	314	314	298	304
총현금흐름	5,762	3,258	2,170	3,000	4,923
(-)운전자본증가(감소)	3,484	-3,689	-1,468	-226	1,043
(-)설비투자	6,777	11,238	10,028	5,398	5,337
(+)자산매각	-221	-197	-103	-242	-242
Free Cash Flow	-4,720	-4,488	-6,493	-2,414	-1,699
(-)기타투자	1,465	994	-2,801	-1,661	384
잉여현금	-6,185	-5,482	-3,692	-752	-2,083
NOPLAT	2,596	766	17	396	2,081
(+) Dep	1,793	2,030	2,455	3,622	3,827
(-)운전자본투자	3,484	-3,689	-1,468	-226	1,043
(-)Capex	6,777	11,238	10,028	5,398	5,337
OpFCF	-5,872	-4,753	-6,089	-1,153	-472

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	31,967	33,280	36,318	30,477	28,989
현금성자산	11,159	13,522	16,321	13,771	11,384
매출채권	8,095	7,819	8,567	8,428	9,374
재고자산	11,858	11,123	10,336	7,375	7,291
비유동자산	35,252	47,556	74,212	74,288	76,231
투자자산	8,064	9,410	14,555	12,612	12,804
유형자산	25,111	35,843	56,720	58,829	60,662
무형자산	2,078	2,302	2,938	2,847	2,766
자산총계	67,219	80,836	110,530	104,765	105,220
유동부채	27,557	29,399	37,726	34,160	34,016
매입채무	14,411	17,320	18,689	15,592	15,415
유동성이자부채	12,434	11,637	18,256	17,756	17,756
비유동부채	16,419	21,416	33,156	32,299	32,449
비유동이자부채	14,915	19,413	29,599	28,599	28,599
부채총계	43,977	50,816	70,881	66,460	66,465
자본금	469	510	786	786	786
자본잉여금	8,198	10,396	12,747	12,747	12,747
이익잉여금	11,580	11,253	8,231	6,887	7,338
자본조정	-595	45	2,877	2,733	2,733
자기주식	-1,330	-878	-418	-418	-418
자본총계	23,242	30,020	39,649	38,305	38,755

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	16,553	2,546	-14,978	-6,969	4,991
BPS	209,698	217,879	161,813	152,988	155,944
DPS	0	0	2,000	2,000	2,000
CFPS	60,001	31,967	14,250	19,703	32,328
ROA(%)	2.7	0.3	-2.4	-1.0	0.7
ROE(%)	8.5	1.2	-9.6	-4.4	3.2
ROIC(%)	8.8	2.0	0.0	0.6	3.2
Multiples(x, %)					
PER	9.2	55.1	-7.5	-13.5	18.9
PBR	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	2.5	4.4	7.9	4.8	2.9
EV/EBITDA	5.3	9.6	19.6	11.3	7.4
배당수익률	n/a	n/a	1.8	2.1	2.1
안정성(%)					
부채비율	189.2	169.3	178.8	173.5	171.5
Net debt/Equity	69.7	58.4	79.5	85.1	90.2
Net debt/EBITDA	283.5	528.5	1,272.7	781.6	522.2
유동비율	116.0	113.2	96.3	89.2	85.2
이자보상배율(배)	6.1	1.1	0.0	0.4	1.9
자산구조(%)					
투하자본	64.0	64.2	66.5	70.5	73.1
현금+투자자산	36.0	35.8	33.5	29.5	26.9
자본구조(%)					
차입금	54.1	50.8	54.7	54.8	54.5
자기자본	45.9	49.2	45.3	45.2	45.5

[Compliance Notice]

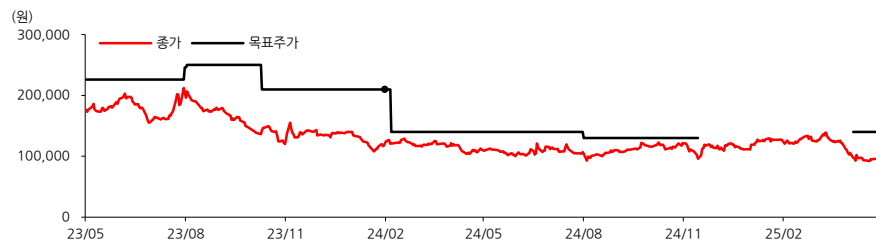
(공표일: 2025년 05월 02일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK이노베이션 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.05.08	2023.05.24	2023.05.31	2023.06.09	2023.06.27
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		230,000	230,000	230,000	230,000	230,000
일 시	2023.08.01	2023.10.11	2023.11.06	2023.11.27	2023.12.04	2024.01.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000
일 시	2024.02.07	2024.04.30	2024.07.19	2024.08.02	2025.04.07	2025.04.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격	140,000	140,000	140,000	130,000	이용욱	140,000
일 시	2025.05.02					
투자의견	Buy					
목표가격	120,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.08.01	Buy	245,988	-29.94	-16.05
2023.10.11	Buy	210,000	-36.66	-25.95
2024.02.07	Buy	140,000	-19.57	-7.93
2024.08.02	Buy	130,000	-10.01	7.08
2025.04.07	Buy	140,000	-31.69	-27.00
2025.05.02	Buy	120,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%