



SK이노베이션 (096770)

무조건 개선되어야 하는 SKon

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

Hold (하향)

목표주가(유지): 120,000원

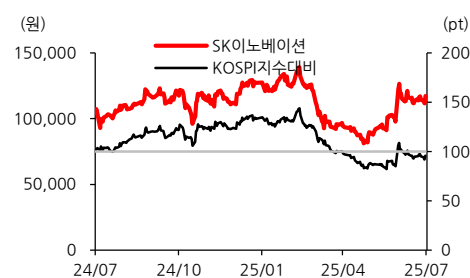
현재 주가(7/31)	107,900원
상승여력	▲ 11.2%
시가총액	162,967억원
발행주식수	151,035천주
52 주 최고가 / 최저가	139,200 / 81,100원
90 일 일평균 거래대금	535.5억원
외국인 지분율	13.9%
주주 구성	
SK (외 11 인)	55.9%
국민연금공단 (외 1 인)	6.1%
자사주 (외 1 인)	2.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.8	14.3	-15.4	3.6
상대수익률(KOSPI)	-17.5	-12.6	-44.3	-13.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	77,288	74,717	78,650	74,762
영업이익	1,287	23	90	2,322
EBITDA	3,317	2,478	3,518	6,161
지배주주순이익	256	-2,260	-2,048	3
EPS	2,546	-14,978	-13,360	3
순차입금	17,528	31,534	27,278	28,250
PER	55.1	-7.5	-8.1	31,749.0
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.6	19.6	12.4	7.2
배당수익률	n/a	1.8	1.9	1.9
ROE	1.2	-9.6	-7.5	0.0

주가 추이



2분기: 배터리 서프라이즈를 기타 부문이 상쇄

동사는 2분기 영업적자 4,176억 원을 기록하며 컨센서스(2,728억 원 적자)를 하회했다. SKon은 전지역 배터리 판매가 급증하면서 AMPC/수익성이 개선됐고, 이에 따라 영업적자 664억 원을 기록하며 당사 추정치(적자 1,840억 원)를 상회했다. 그러나, 정유 부문의 재고평가손실과 화학 부문의 스프레드 부진 영향으로 전사 실적은 기대치를 하회했다.

3분기: 배터리 부진을 기타 부문이 상쇄

동사의 3분기 실적은 영업적자 170억 원(QoQ +4,006억 원)으로 컨센서스(영업이익 2,714억 원)를 크게 하회할 것으로 전망한다. 배터리 부문에서 영업적자 4,142억 원(QoQ -3,478억 원)을 기록하며 적자가 확대될 것으로 예상된다. 10월 미국 EV 보조금 폐지를 앞두고 3Q25부터 현대차는 배터리 재고소진에 집중할 것으로 보이며, 3분기 BOSK 1기 진입에 따른 고정비 부담이 증가하기 때문이다. 4분기까지도 부진한 흐름이 유지될 전망이다. 다만, 3분기에는 정제마진과 유가 상승에 따른 정유 부문의 회복과 화학 부문 적자 축소, E&S의 성수기 진입 등으로 전사 수익성은 개선될 것으로 예상된다.

대규모 자금 조달로 SKon을 위한 회복 시간 확보

7월 30일 동사는 1) SKon - SK엔무브의 합병과 2) 8조 원 규모의 자본 확충 전략을 발표했다(SKI 영구채 0.7조, 유증 2조, SKon 유증 2조, SKIET 유증 0.3조, 연말까지 추가 3조 조달). 합병에 앞서 FI가 보유한 SKon 지분 3.6조 원을 매입해야 하는 부담이 있고, 각 유상증자에는 추가수익스와프(PRS) 계약을 활용하여 차입금이 증가하지 않는 재무 개선 효과가 있으나, 이자비용(프리미엄) 부담은 여전하다. 다만, SKon은 합병을 통해 현금흐름과 재무구조 개선 효과가 기대되며, IPO에 대한 부담도 덜었다. SKon의 턴어라운드가 무엇보다 중요해졌다.

투자의견 HOLD로 하향, 목표주가 12만 원 유지

목표주가는 유지하나, 상승여력 축소되며 투자의견을 HOLD로 하향한다. 이번 자금 확충이 SKon 회복에 대한 가시성이 높아진 상황에서 이루어졌다면 더욱 긍정적이었을 것이다. 다만, SKon의 회복 시점은 여전히 불투명하다. 북미/유럽 시장이 회복되길 기다려 본다.

[표1] SK이노베이션 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	18,855	18,799	17,657	19,406	21,147	19,307	18,917	19,280	77,288	74,717	78,650	74,762
QoQ/YoY(%)	-3%	0%	-6%	10%	9%	-9%	-2%	2%	-1%	-3%	5%	-5%
영업이익	625	-46	-423	160	-45	-418	-17	-119	1,904	316	-599	2,322
영업이익률(%)	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	-0.2%	-2.2%	-0.1%	-0.6%	2.5%	0.4%	-0.8%	3.1%
EBITDA	1,187	544	160	879	752	378	885	809	3,934	2,770	2,824	6,161
EBITDAM(%)	6.3%	2.9%	0.9%	4.5%	3.6%	2.0%	4.7%	4.2%	5.1%	3.7%	3.6%	8.2%
정유												
매출액	12,855	13,164	12,134	11,687	11,918	11,119	10,873	10,384	47,551	49,840	44,294	38,154
영업이익	591	144	-617	342	36	-466.3	82	65	811	461	-283	1,018
영업이익률(%)	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	0.3%	-4.2%	0.8%	0.6%	1.7%	0.9%	-0.6%	2.7%
화학												
매출액	2,759	2,594	2,625	2,373	2,477	2,269	2,385	2,271	10,744	10,352	9,402	8,552
영업이익	125	99	-14	-84	-114	-118.6	-54	-52	517	125	-340	-91
영업이익률(%)	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-4.6%	-5.2%	-2.3%	-2.3%	4.8%	1.2%	-3.6%	-1.1%
운할기유												
매출액	1,137	1,063	1,065	971	972	894	944	938	4,693	4,235	3,748	3,695
영업이익	220	152	174	140	121	134.6	135	124	998	687	516	536
영업이익률(%)	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	12.5%	15.1%	14.3%	13.3%	21.3%	16.2%	13.8%	14.5%
석유개발												
매출액	370	372	356	379	383	342	332	314	1,126	1,477	1,372	1,139
영업이익	154	142	131	146	120	109.0	103	97	368	573	430	397
영업이익률(%)	41.7%	38.2%	36.9%	38.4%	31.4%	31.9%	31.0%	31.0%	32.7%	38.8%	31.4%	34.8%
배터리												
매출액	1,684	1,553	1,431	1,599	1,605	2,108	1,524	1,643	12,897	6,267	6,881	8,082
영업이익	-332	-460	24	-359	-299	-66.4	-414	-363	-582	-1,127	-1,143	-282
영업이익률(%)	-19.7%	-29.6%	1.7%	-22.5%	-18.6%	-3.2%	-27.2%	-22.1%	-4.5%	-18.0%	-16.6%	-3.5%
영업이익(ex-AMPC)	-370	-572	-37	-441	-470	-340	-515	-497	-1,199	-1,419	-1,822	-1,275
AMPC	39	112	61	81	171	273	101	134	617	292	679	993
소재												
매출액	50	53	46	43	39	31	50	50	277	193	170	193
영업이익	-134	-124	-122	-148	-102	-124.9	-80	-65	-208	-527	-372	-291
영업이익률(%)	-267%	-233%	-264%	-342%	-264%	-406%	-160%	-128%	-75%	-273%	-219%	-151%
E&S												
매출액				2,354	3,752	2,545	2,808	3,679		2,354	12,785	14,946
영업이익				123	193	115.0	211	75		123	594	1,036
영업이익률(%)				5.2%	5.1%	4.5%	7.5%	2.0%		5.2%	4.6%	6.9%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK 이노베이션 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

	25~26E EBITDA	배수		비고
영업가치			46,307	
정유/화학/유탄기유	2,531	7	17,461	- 글로벌 정유화학 peer
배터리	1,250	11	13,125	- 한국/중국 배터리 Peer
E&P	430	7	3,178	- Global E&P Peer
SK E&S	1,142	11	12,542	- 한국/일본 LNG 발전사 peer 30% 할인
SKIET 지분가치			807	- 당사 목표 시가총액 x 지분율 x 30% 할인
투자자산가치			1,023	- 장부가액 30% 할인
우선주			84	
순차입금			28,250	2025년 순차입금(SKIET 제외)
적정 시가총액			19,802	
발행주식수(천 주)			169,053	2025.09.05 유상증자에 따른 신주 상장 고려
주당 Value			117,138	
목표주가			120,000	
현재주가			107,900	
상승여력			11.2%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	78,057	77,288	74,717	78,650	74,762
매출총이익	7,027	5,014	4,039	3,031	5,772
영업이익	3,917	1,287	23	90	2,322
EBITDA	5,710	3,317	2,478	3,518	6,161
순이자손익	-430	-742	-1,095	-1,281	-1,458
외화관련손익	-256	-102	-374	44	0
지분법손익	4	125	-352	-151	-157
세전계속사업손익	2,860	932	-2,380	-2,900	-82
당기순이익	1,895	555	-2,372	-2,234	112
지배주주순이익	1,569	256	-2,260	-2,048	3
증가율(%)					
매출액	66.6	-1.0	-3.3	5.3	-4.9
영업이익	124.9	-67.1	-98.2	287.8	2,488.9
EBITDA	75.4	-41.9	-25.3	42.0	75.1
순이익	288.0	-70.7	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	9.0	6.5	5.4	3.9	7.7
영업이익률	5.0	1.7	0.0	0.1	3.1
EBITDA 이익률	7.3	4.3	3.3	4.5	8.2
세전이익률	3.7	1.2	-3.2	-3.7	-0.1
순이익률	2.4	0.7	-3.2	-2.8	0.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	407	5,368	2,233	18	1,851
당기순이익	1,895	555	-2,372	-2,234	112
자산상각비	1,793	2,030	2,455	3,428	3,839
운전자본증감	-4,270	3,766	1,674	-599	-999
매출채권 감소(증가)	-2,424	162	1,606	2,761	-586
재고자산 감소(증가)	-4,315	1,144	1,815	3,010	366
매입채무 증가(감소)	-284	-1,897	-4,957	-6,172	-773
투자현금흐름	-5,123	-11,244	-7,295	-2,188	-2,517
유형자산처분(취득)	-6,710	-11,217	-9,956	-6,478	-5,233
무형자산 감소(증가)	-288	-218	-175	-197	-205
투자자산 감소(증가)	2,553	1,262	242	-199	-28
재무현금흐름	10,507	9,490	7,327	8,839	-2,334
차입금의 증가(감소)	9,019	3,128	5,180	3,355	-2,000
자본의 증가(감소)	-217	823	-648	7,702	-334
배당금의 지급	217	314	314	298	334
총현금흐름	5,762	3,258	2,170	976	2,850
(-)운전자본증가(감소)	3,484	-3,689	-1,468	-189	999
(-)설비투자	6,777	11,238	10,028	6,490	5,233
(+)자산매각	-221	-197	-103	-185	-205
Free Cash Flow	-4,720	-4,488	-6,493	-5,510	-3,587
(-)기타투자	1,465	994	-2,801	-3,899	-2,948
잉여현금	-6,185	-5,482	-3,692	-1,611	-639
NOPLAT	2,596	766	17	65	1,684
(+) Dep	1,793	2,030	2,455	3,428	3,839
(-)운전자본투자	3,484	-3,689	-1,468	-189	999
(-)Capex	6,777	11,238	10,028	6,490	5,233
OpFCF	-5,872	-4,753	-6,089	-2,808	-710

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	31,967	33,280	36,318	40,146	37,441
현금성자산	11,159	13,522	16,321	23,153	20,181
매출채권	8,095	7,819	8,567	8,451	9,038
재고자산	11,858	11,123	10,336	7,395	7,029
비유동자산	35,252	47,556	74,212	71,881	70,375
투자자산	8,064	9,410	14,555	9,924	6,819
유형자산	25,111	35,843	56,720	58,844	60,239
무형자산	2,078	2,302	2,938	3,113	3,318
자산총계	67,219	80,836	110,530	112,027	107,816
유동부채	27,557	29,399	37,726	34,957	34,225
매입채무	14,411	17,320	18,689	15,635	14,862
유동성이자부채	12,434	11,637	18,256	18,302	18,302
비유동부채	16,419	21,416	33,156	34,442	31,294
비유동이자부채	14,915	19,413	29,599	32,129	30,129
부채총계	43,977	50,816	70,881	69,399	65,519
자본금	469	510	786	876	876
자본잉여금	8,198	10,396	12,747	14,569	14,569
이익잉여금	11,580	11,253	8,231	5,871	5,540
자본조정	-595	45	2,877	8,732	8,732
자기주식	-1,330	-878	-418	-418	-418
자본총계	23,242	30,020	39,649	42,628	42,297

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	16,553	2,546	-14,978	-13,360	3
BPS	209,698	217,879	161,813	177,290	175,348
DPS	0	0	2,000	2,000	2,000
CFPS	60,001	31,967	14,250	6,174	16,734
ROA(%)	2.7	0.3	-2.4	-1.8	0.0
ROE(%)	8.5	1.2	-9.6	-7.5	0.0
ROIC(%)	8.8	2.0	0.0	0.1	2.6
Multiples(x, %)					
PER	9.2	55.1	-7.5	-8.1	31,749.0
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	17.5	6.4
EV/EBITDA	5.3	9.6	19.6	12.4	7.2
배당수익률	n/a	n/a	1.8	1.9	1.9
안정성(%)					
부채비율	189.2	169.3	178.8	162.8	154.9
Net debt/Equity	69.7	58.4	79.5	64.0	66.8
Net debt/EBITDA	283.5	528.5	1,272.7	775.5	458.5
유동비율	116.0	113.2	96.3	114.8	109.4
이자보상배율(배)	6.1	1.1	0.0	0.1	1.2
자산구조(%)					
투하자본	64.0	64.2	66.5	65.6	70.9
현금+투자자산	36.0	35.8	33.5	34.4	29.1
자본구조(%)					
차입금	54.1	50.8	54.7	54.2	53.4
자기자본	45.9	49.2	45.3	45.8	46.6

[Compliance Notice]

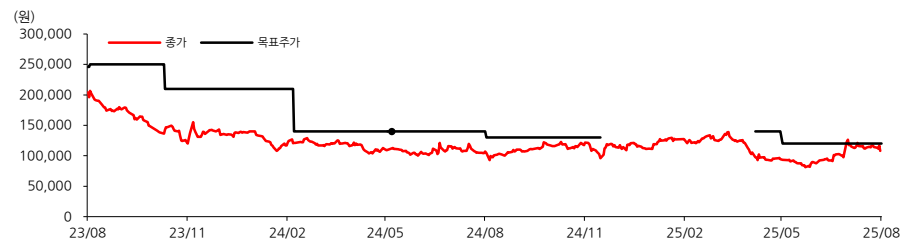
(공표일: 2025년 08월 01일)

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 종목의 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK이노베이션 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.08.01	2023.10.11	2023.11.06	2023.11.27	2023.12.04
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		250,000	210,000	210,000	210,000	210,000
일 시	2024.01.17	2024.02.07	2024.04.30	2024.07.19	2024.08.02	2025.04.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격	210,000	140,000	140,000	140,000	130,000	이용욱
일 시	2025.04.07	2025.05.02	2025.06.30	2025.08.01		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold		
목표가격	140,000	120,000	120,000	120,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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 1년간 +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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

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: 2025 년 06 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%