

SK이노베이션 (096770)

배터리 부진을 상쇄한 정유

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

Hold(유지)

목표주가(유지): 120,000원

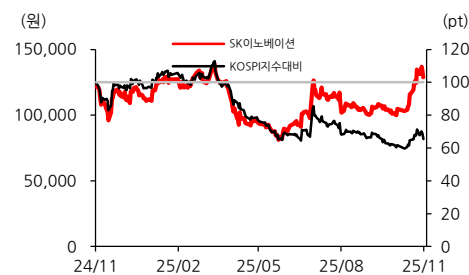
현재 주가(10/31)	128,900원
상승여력	▼6.9%
시가총액	217,909억원
발행주식수	169,053천주
52 주 최고가 / 최저가	139,200 / 81,100원
90 일 일평균 거래대금	429.억원
외국인 지분율	12.8%
주주 구성	
SK (외 14 인)	52.1%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
자사주 (외 1 인)	2.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	28.3	19.5	36.5	9.8
상대수익률(KOSPI)	8.3	-7.1	-24.1	-50.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	74,717	80,370	74,034	76,219
영업이익	23	304	1,136	1,494
EBITDA	2,478	3,560	4,977	5,555
지배주주순이익	-2,260	-1,414	-1,009	-693
EPS	-14,978	-9,229	-6,106	-4,197
순차입금	31,534	28,880	31,909	33,059
PER	-7.5	-14.0	-21.1	-30.7
PBR	0.7	0.7	0.7	0.8
EV/EBITDA	19.6	14.3	10.8	9.9
배당수익률	1.8	1.6	1.6	1.6
ROE	-9.6	-5.1	-3.3	-2.4

주가 추이



3분기: 정유와 E&S 부문이 실적 서프라이즈 견인

동사의 3분기 영업이익은 5,735억 원으로 컨센서스(2,420억 원)를 크게 상회했다. 정유 부문의 개선이 컸는데, 유가 상승에 따른 재고평가 환입 3,050억 원(vs. 2분기 -3,080억 원)과 복합정제마진이 +\$0.5/b 증가한 영향이다. SK E&S도 SMP는 하락하였으나, 계절적 성수기에 따른 발전량 증가 및 여름 Cargo 도입 경쟁력에 힘입어 견조한 실적을 기록했다. 반면, SKon은 미국의 EV 보조금이 일몰되며 고객사들의 배터리 재고조정 영향으로 전사 출하량이 QoQ 18% 감소한 것으로 추정된다. AMPC도 QoQ 1,000억 원 감소하며 손익도 악화됐다. 다만, SKon은 3분기에 미국 Flatiron Energy와 1GWh의 ESS 계약을 체결했고, 추가 6.2GWh에 대한 우선 협상권을 확보했다고 밝혔다. 미국 공장 가동률을 올려줄 수 있길 기대해 본다.

4분기: 견조한 정유, 부진한 배터리 시장 지속

동사의 4분기 실적으로 영업이익 1,929억 원을 전망한다. 정유 부문은 유가가 하락하며 1,250억 원의 재고평가손실이 예상되나, 정제마진이 QoQ +\$4/b 개선되며 영업이익 하락 폭은 제한적일 것으로 보인다. 배터리 부문은 미국에서의 출하량 감소를 유럽/아시아 지역의 회복이 상쇄하지만, 1) AMPC 하락(QoQ -520억 원), 2) BOSK 1기 가동에 따른 감가비 증가(QoQ +700억 원) 영향으로 수익성은 악화될 것으로 전망한다.

투자의견 HOLD, 목표주가 12만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 정유 시장은 빠르게 개선되고 있다. 1) 글로벌 정제설비 수급 안정화, 2) 우크라이나의 러시아 정유 시설 공격, 3) 미국/유럽의 러시아 제재 강화 등으로 인해 정제마진은 2년 중 최대 수준을 기록하고 있으며, 2026년에도 우호적인 상황이 이어질 것으로 기대된다. 반면, SKon은 미국 신규 JV 공장 3개가 2025~2027년에 걸쳐 가동을 시작할 예정이다. 그러나, 부진한 EV 수요로 수익성은 악화될 것으로 보인다. 2H26 LFP ESS를 양산하며 가동률 회복 및 AMPC 수취에 대한 기대감도 존재하나, 핵심 고객사(Ford, 현대차 등)의 수요 회복이 미국 공장 가동률 개선의 관건이 될 것이다.

[표1] SK이노베이션 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2025E	2026	2027
매출액	21,147	19,307	20,533	19,383	19,112	18,179	18,132	18,611	74,717	80,370	74,034	76,219
QoQ/YoY(%)	9%	-9%	6%	-6%	-1%	-5%	0%	3%	-3%	8%	-8%	3%
영업이익	-45	-418	574	193	276	347	325	188	316	304	1,136	1,494
영업이익률(%)	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.0%	1.4%	1.9%	1.8%	1.0%	0.4%	0.4%	1.5%	2.0%
EBITDA	752	379	1,367	1,063	1,153	1,289	1,325	1,209	2,770	3,561	4,977	5,555
EBITDAM(%)	3.6%	2.0%	6.7%	5.5%	6.0%	7.1%	7.3%	6.5%	3.7%	4.4%	6.7%	7.3%
정유												
매출액	11,918	11,119	12,442	11,094	10,241	10,037	10,002	9,805	49,840	46,573	40,085	36,872
영업이익	36	-466	304	256	231	254	255	146	461	130	885	408
영업이익률(%)	0.3%	-4.2%	2.4%	2.3%	2.3%	2.5%	2.5%	1.5%	0.9%	0.3%	2.2%	1.1%
화학												
매출액	2,477	2,269	2,415	2,305	2,163	2,178	2,167	2,161	10,352	9,466	8,669	8,492
영업이익	-114	-119	-37	-98	-74	-51	-29	-7	125	-368	-160	35
영업이익률(%)	-4.6%	-5.2%	-1.5%	-4.2%	-3.4%	-2.3%	-1.3%	-0.3%	1.2%	-3.9%	-1.8%	0.4%
운할기유												
매출액	972	894	981	878	817	836	876	851	4,235	3,725	3,380	3,626
영업이익	121	135	171	168	171	160	139	136	687	595	606	660
영업이익률(%)	12.5%	15.1%	17.4%	19.2%	20.9%	19.2%	15.8%	15.9%	16.2%	16.0%	17.9%	18.2%
석유개발												
매출액	383	342	320	295	276	271	270	268	1,477	1,340	1,085	1,077
영업이익	120	109	89	100	91	89	89	88	573	419	358	400
영업이익률(%)	31.4%	31.9%	27.9%	33.9%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	38.8%	31.3%	33.0%	37.1%
배터리												
매출액	1,605	2,108	1,808	1,830	1,837	1,803	1,930	2,086	6,267	7,351	7,656	9,862
영업이익	-299	-66	-125	-265	-290	-334	-300	-265	-1,127	-755	-1,189	-1,029
영업이익률(%)	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-14.5%	-15.8%	-18.5%	-15.5%	-12.7%	-18.0%	-10.3%	-15.5%	-10.4%
영업이익(ex-AMPC)	-470	-340	-298	-386	-398	-469	-508	-496	-1,419	-1,494	-1,870	-2,320
AMPC	171	273	173	121	108	135	208	231	292	739	681	1,290
소재												
매출액	39	31	40	50	37	45	34	36	193	160	151	170
영업이익	-102	-125	-84	-64	-55	-52	-49	-40	-527	-375	-195	-168
영업이익률(%)	-264%	-406%	-213%	-127%	-149%	-116%	-146%	-110%	-273%	-235%	-129%	-99%
E&S												
매출액	3,752	2,545	2,528	2,931	3,742	3,010	2,852	3,404	2,354	11,756	13,008	16,120
영업이익	193	115	255	95	202	280	220	130	123	659	832	1,188
영업이익률(%)	5.1%	4.5%	10.1%	3.2%	5.4%	9.3%	7.7%	3.8%	5.2%	5.6%	6.4%	7.4%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	77,288	74,717	80,370	74,034	76,219
매출총이익	5,014	4,039	4,090	4,649	5,112
영업이익	1,287	23	304	1,136	1,494
EBITDA	3,317	2,478	3,560	4,977	5,555
순이자손익	-742	-1,095	-1,287	-1,419	-1,419
외화관련손익	-102	-374	408	0	0
지분법손익	125	-352	2	-258	-256
세전계속사업손익	932	-2,380	-1,916	-1,297	-1,052
당기순이익	555	-2,372	-1,567	-1,000	-630
지배주주순이익	256	-2,260	-1,414	-1,009	-693
증가율(%)					
매출액	-1.0	-3.3	7.6	-7.9	3.0
영업이익	-67.1	-98.2	1,215.2	273.4	31.6
EBITDA	-41.9	-25.3	43.7	39.8	11.6
순이익	-70.7	적전	적지	적지	적지
이익률(%)					
매출총이익률	6.5	5.4	5.1	6.3	6.7
영업이익률	1.7	0.0	0.4	1.5	2.0
EBITDA 이익률	4.3	3.3	4.4	6.7	7.3
세전이익률	1.2	-3.2	-2.4	-1.8	-1.4
순이익률	0.7	-3.2	-2.0	-1.4	-0.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	5,368	2,233	1,744	1,152	3,563
당기순이익	555	-2,372	-1,567	-1,000	-630
자산상각비	2,030	2,455	3,256	3,841	4,060
운전자본증감	3,766	1,674	-1,317	-789	-107
매출채권 감소(증가)	162	1,606	-675	-555	-271
재고자산 감소(증가)	1,144	1,815	311	394	-280
매입채무 증가(감소)	-1,897	-4,957	-1,844	-627	445
투자현금흐름	-11,244	-7,295	-4,579	-3,876	-4,408
유형자산처분(취득)	-11,217	-9,956	-5,673	-4,442	-3,811
무형자산 감소(증가)	-218	-175	-178	-229	-229
투자자산 감소(증가)	1,262	242	-246	-29	-30
재무현금흐름	9,490	7,327	4,383	-2,334	-3,334
차입금의 증가(감소)	3,128	5,180	-580	-2,000	-3,000
자본의 증가(감소)	823	-648	7,702	-334	-334
배당금의 지급	-314	-314	-298	-334	-334
총현금흐름	3,258	2,170	3,787	1,941	3,670
(-)운전자본증가(감소)	-3,689	-1,468	2,295	789	107
(-)설비투자	11,238	10,028	5,703	4,442	3,811
(+)자산매각	-197	-103	-147	-229	-229
Free Cash Flow	-4,488	-6,493	-4,359	-3,519	-477
(-)기타투자	994	-2,801	-2,495	-824	339
잉여현금	-5,482	-3,692	-1,864	-2,696	-815
NOPLAT	766	17	221	824	1,083
(+) Dep	2,030	2,455	3,256	3,841	4,060
(-)운전자본투자	-3,689	-1,468	2,295	789	107
(-)Capex	11,238	10,028	5,703	4,442	3,811
OpFCF	-4,753	-6,089	-4,521	-567	1,226

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	33,280	36,318	37,502	32,680	29,130
현금성자산	13,522	16,321	17,864	12,835	8,686
매출채권	7,819	8,567	8,623	9,178	9,449
재고자산	11,123	10,336	9,876	9,483	9,762
비유동자산	47,556	74,212	71,214	70,963	71,025
투자자산	9,410	14,555	12,366	11,284	11,367
유형자산	35,843	56,720	55,786	56,387	56,138
무형자산	2,302	2,938	3,062	3,291	3,520
자산총계	80,836	110,530	108,716	103,643	100,154
유동부채	29,399	37,726	35,339	34,757	35,248
매입채무	17,320	18,689	15,719	15,092	15,538
유동성이자부채	11,637	18,256	18,524	18,524	18,524
비유동부채	21,416	33,156	30,533	27,385	24,431
비유동이자부채	19,413	29,599	28,221	26,221	23,221
부채총계	50,816	70,881	65,872	62,142	59,680
자본금	510	786	876	876	876
자본잉여금	10,396	12,747	14,572	14,572	14,572
이익잉여금	11,253	8,231	6,500	5,157	4,130
자본조정	45	2,877	8,732	8,732	8,732
자기주식	-878	-418	-418	-418	-418
자본총계	30,020	39,649	42,844	41,501	40,474

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	2,546	-14,978	-9,229	-6,106	-4,197
BPS	217,879	161,813	181,001	173,116	167,088
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000
CFPS	31,967	14,250	23,946	11,398	21,551
ROA(%)	0.3	-2.4	-1.3	-1.0	-0.7
ROE(%)	1.2	-9.6	-5.1	-3.3	-2.4
ROIC(%)	2.0	0.0	0.4	1.3	1.7
Multiples(x, %)					
PER	55.1	-7.5	-14.0	-21.1	-30.7
PBR	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PCR	4.4	7.9	5.4	11.3	6.0
EV/EBITDA	9.6	19.6	14.3	10.8	9.9
배당수익률	n/a	1.8	1.6	1.6	1.6
안정성(%)					
부채비율	169.3	178.8	153.7	149.7	147.5
Net debt/Equity	58.4	79.5	67.4	76.9	81.7
Net debt/EBITDA	528.5	1,272.7	811.1	641.2	595.1
유동비율	113.2	96.3	106.1	94.0	82.6
이자보상배율(배)	1.1	0.0	0.2	0.6	0.8
자산구조(%)					
투하자본	64.2	66.5	67.4	72.7	76.2
현금+투자자산	35.8	33.5	32.6	27.3	23.8
자본구조(%)					
차입금	50.8	54.7	52.2	51.9	50.8
자기자본	49.2	45.3	47.8	48.1	49.2

[Compliance Notice]

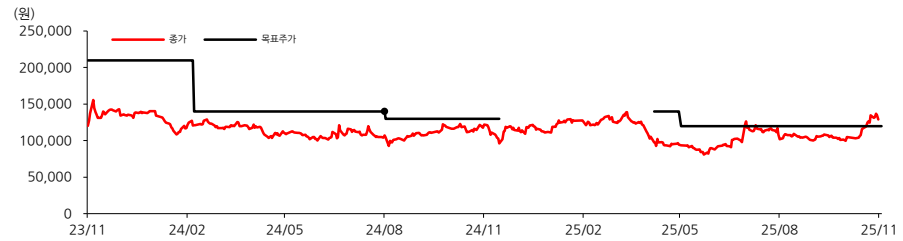
(공표일: 2025년 11월 03일)

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. (이용옥)

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	2023.11.06	2023.11.27	2023.12.04	2024.01.17	2024.02.07
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		210,000	210,000	210,000	210,000	140,000
일 시	2024.04.30	2024.07.19	2024.08.02	2025.04.07	2025.04.07	2025.05.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격	140,000	140,000	130,000	이용옥	140,000	120,000
일 시	2025.06.30	2025.08.01	2025.11.03			
투자의견	Buy	Hold	Hold			
목표가격	120,000	120,000	120,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

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

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%