



SK이노베이션 (096770)

펀더멘탈 개선되는 중. 하반기 유지가 관건

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 120,000원

현재 주가(6/27)	97,800원
상승여력	▲ 22.7%
시가총액	147,712억원
발행주식수	151,035천주
52 주 최고가 / 최저가	139,200 / 81,100원
90 일 일평균 거래대금	358.74억원
외국인 지분율	13.8%

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	19.3	-19.8	-11.9	-10.4
상대수익률(KOSPI)	3.4	-37.0	-39.0	-20.1

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	77,288	74,717	77,326	77,254
영업이익	1,287	316	219	3,417
EBITDA	3,317	2,770	3,584	6,998
지배주주순이익	256	-2,260	-1,392	994
EPS	2,546	-14,978	-9,445	6,718
순차입금	17,528	31,534	37,596	40,048
PER	55.1	-7.5	-10.4	14.6
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.6	17.5	14.6	7.8
배당수익률	n/a	1.8	2.0	2.0
ROE	1.2	-9.6	-5.9	4.3

주가 추이



2Q25 OP -2,571억 원 전망(vs. 컨센서스 -1,717억 원)

SK이노베이션의 2분기 실적으로 매출액 18조 원, 영업적자 2,571억 원을 전망한다. 유가 하락에 따른 재고평가손실이 크게 작용하나, 배터리 출하와 정제마진 반등이 긍정적이다.

1) 배터리(OP -1,835 억 원, QoQ + 1,158억 원): 2분기 출하량 QoQ 10% 증가 전망. 현대차 메타플랫폼(HMGMA) 효과로 북미 출하량 QoQ +26% 증가할 것으로 추정. 이에 따라 AMPC도 2,075억 원 인식 예상. 유럽에서도 VW ID 시리즈 판매 호조, 현대차는 HMGMA에서 30만 대 EV 생산을 목표하고 있어, 동사의 조지아 공장(총 22GWh 중 현대차량 약 17GWh) 가동률도 견조할 것으로 예상. 다만, 3분기 BOSK 가동이 시작되면서 수익성 개선에는 시간이 필요

2) 정유(OP -3,253 억 원, QoQ -3,616억 원): 유가 하락(1Q25 \$77/b → 2Q25 \$67/b)에 따른 재고평가손실(2,885억 원) 제외하면 소폭 적자 전망. 다만, 이스라엘-이란 전쟁으로 유가는 저점(\$60/b)에서 반등했고, 복합 정제마진도 5월 반등한 이후 2025년 최대치인 \$10~11/b 유지 중. 강세 유지되면 3분기부터 수익성 큰 폭 개선 전망

3) 화학(OP -670 억 원, QoQ + 473억 원): 전반적인 화학 제품 스프레드 개선은 제한적인 가운데, PX 스프레드는 QoQ +27% 개선되며 적자 폭 축소 전망

4) 윤활(OP 1,573 억 원, QoQ + 359억 원): 2분기 계절적 성수기 진입과 윤활기유 스프레드 개선되며 QoQ 수익성 증가

5) E&S(OP 1,628 억 원, QoQ -303억 원): 계절적 요인으로 전력 및 도시가스 비수기 진입하나, SMP가 QoQ 상승(1Q25 115원/kWh → 2Q25 125원/kWh)하며 수익성 하락 폭은 제한적일 것으로 전망

목표주가 12만 원, 투자의견 BUY 유지

국내 2차전지 기업들의 실적 컨센서스는 하락하는 가운데, 동사에 대한 기대감은 높아지는 중. 정제마진도 5월 반등 이후 6월에는 더욱 강세를 보이고 있어, 현황이 유지되면 3분기 수익성 큰 폭 개선될 전망. 단기적으로 실적 차별화는 긍정적. 그러나, 지속 가능 성장을 위해서는 무엇보다 순차입금 축소하며 재무구조 개선 여부가 중요

[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	18,219	18,605	19,356	77,288	74,717	77,327	77,254
QoQ/YoY(%)	-3%	0%	-6%	10%	9%	-14%	2%	4%	-1%	-3%	3%	0%
영업이익	625	-46	-423	160	-45	-257	139	382	1,904	316	219	3,417
영업이익률(%)	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	-0.2%	-1.4%	0.7%	2.0%	2.5%	0.4%	0.3%	4.4%
EBITDA	1,187	544	160	879	752	544	1,020	1,269	3,934	2,770	3,584	6,998
EBITDAM(%)	6.3%	2.9%	0.9%	4.5%	3.6%	3.0%	5.5%	6.6%	5.1%	3.7%	4.6%	9.1%
정유												
매출액	12,855	13,164	12,134	11,687	11,918	10,762	10,491	10,234	47,551	49,840	43,406	39,079
영업이익	591	144	-617	342	36	-325	17	281	811	461	9	1,029
영업이익률(%)	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	0.3%	-3.0%	0.2%	2.7%	1.7%	0.9%	0.0%	2.6%
화학												
매출액	2,759	2,594	2,625	2,373	2,477	2,344	2,326	2,250	10,744	10,352	9,397	8,821
영업이익	125	99	-14	-84	-114	-67	-60	-51	517	125	-293	-79
영업이익률(%)	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-4.6%	-2.9%	-2.6%	-2.3%	4.8%	1.2%	-3.1%	-0.9%
유탄기류												
매출액	1,137	1,063	1,065	971	972	977	971	1,008	4,693	4,235	3,929	3,935
영업이익	220	152	174	140	121	157	173	170	998	687	622	647
영업이익률(%)	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	12.5%	16.1%	17.8%	16.9%	21.3%	16.2%	15.8%	16.4%
석유개발												
매출액	370	372	356	379	383	320	298	292	1,126	1,477	1,294	1,142
영업이익	154	142	131	146	120	97	93	89	368	573	399	392
영업이익률(%)	41.7%	38.2%	36.9%	38.4%	31.4%	30.1%	31.0%	30.5%	32.7%	38.8%	30.8%	34.3%
배터리												
매출액	1,684	1,553	1,431	1,599	1,605	1,613	1,660	1,777	12,897	6,267	6,655	9,264
영업이익	-332	-460	24	-359	-299	-184	-204	-147	-582	-1,127	-834	623
영업이익률(%)	-19.7%	-29.6%	1.7%	-22.5%	-18.6%	-11.4%	-12.3%	-8.3%	-4.5%	-18.0%	-12.5%	6.7%
영업이익(ex-AMPC)	-370	-572	-37	-441	-470	-391	-454	-413	-1,199	-1,419	-1,728	-1,208
AMPC	39	112	61	81	171	208	250	266	617	292	895	1,831
소재												
매출액	50	53	46	43	39	54	50	51	277	193	194	217
영업이익	-134	-124	-122	-148	-102	-98	-77	-62	-208	-527	-339	-275
영업이익률(%)	-267%	-233%	-264%	-342%	-264%	-182%	-153%	-121%	-75%	-273%	-175%	-127%
E&S												
매출액				2,354	3,752	2,149	2,809	3,741		2,354	12,451	14,795
영업이익				123	193	163	199	101		123	656	1,080
영업이익률(%)				5.2%	5.1%	7.6%	7.1%	2.7%		5.2%	5.3%	7.3%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	78,057	77,288	74,717	77,326	77,254
매출총이익	7,027	5,014	4,039	3,787	6,982
영업이익	3,917	1,287	316	219	3,417
EBITDA	5,710	3,317	2,770	3,584	6,998
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	-1,835	1,096
당기순이익	1,895	555	-2,372	-1,294	1,228
지배주주순이익	1,569	256	-2,260	-1,392	994
증가율(%)					
매출액	66.6	-1.0	-3.3	3.5	-0.1
영업이익	124.9	-67.1	-75.5	-30.5	1,458.2
EBITDA	75.4	-41.9	-16.5	29.4	95.3
순이익	288.0	-70.7	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	9.0	6.5	5.4	4.9	9.0
영업이익률	5.0	1.7	0.4	0.3	4.4
EBITDA 이익률	7.3	4.3	3.7	4.6	9.1
세전이익률	3.7	1.2	-3.2	-2.4	1.4
순이익률	2.4	0.7	-3.2	-1.7	1.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	407	5,368	2,233	1,628	3,802
당기순이익	1,895	555	-2,372	-1,294	1,228
자산상각비	1,793	2,030	2,455	3,365	3,581
운전자본증감	-4,270	3,766	1,674	-600	-1,065
매출채권 감소(증가)	-2,424	162	1,606	2,728	-1,052
재고자산 감소(증가)	-4,315	1,144	1,815	2,981	7
매입채무 증가(감소)	-284	-1,897	-4,957	-6,110	-15
투자현금흐름	-5,123	-11,244	-7,295	-6,115	-5,984
유형자산처분(취득)	-6,710	-11,217	-9,956	-5,872	-5,408
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	2,839	-298
차입금의 증가(감소)	9,019	3,128	5,180	5,355	0
자본의 증가(감소)	-217	823	-648	-298	-298
배당금의 지급	217	314	314	298	298
총현금흐름	5,762	3,258	2,170	2,586	4,867
(-)운전자본증가(감소)	3,484	-3,689	-1,468	-188	1,065
(-)설비투자	6,777	11,238	10,028	5,884	5,408
(+)자산매각	-221	-197	-103	-185	-205
Free Cash Flow	-4,720	-4,488	-6,493	-3,295	-1,811
(-)기타투자	1,465	994	-2,801	634	344
잉여현금	-6,185	-5,482	-3,692	-3,929	-2,155
NOPLAT	2,596	766	229	159	2,477
(+) Dep	1,793	2,030	2,455	3,365	3,581
(-)운전자본투자	3,484	-3,689	-1,468	-188	1,065
(-)Capex	6,777	11,238	10,028	5,884	5,408
OpFCF	-5,872	-4,753	-5,877	-2,172	-414

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	31,967	33,280	36,318	31,890	30,529
현금성자산	11,159	13,522	16,321	14,835	12,383
매출채권	8,095	7,819	8,567	8,485	9,536
재고자산	11,858	11,123	10,336	7,424	7,417
비유동자산	35,252	47,556	74,212	75,871	78,090
투자자산	8,064	9,410	14,555	14,457	14,644
유형자산	25,111	35,843	56,720	58,301	60,127
무형자산	2,078	2,302	2,938	3,113	3,318
자산총계	67,219	80,836	110,530	107,761	108,619
유동부채	27,557	29,399	37,726	35,018	35,045
매입채무	14,411	17,320	18,689	15,697	15,682
유동성이자부채	12,434	11,637	18,256	18,302	18,302
비유동부채	16,419	21,416	33,156	37,459	37,593
비유동이자부채	14,915	19,413	29,599	34,129	34,129
부채총계	43,977	50,816	70,881	72,477	72,638
자본금	469	510	786	786	786
자본잉여금	8,198	10,396	12,747	12,659	12,659
이익잉여금	11,580	11,253	8,231	6,527	7,224
자본조정	-595	45	2,877	2,732	2,732
자기주식	-1,330	-878	-418	-418	-418
자본총계	23,242	30,020	39,649	35,284	35,981

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	16,553	2,546	-14,978	-9,445	6,718
BPS	209,698	217,879	161,813	150,042	154,616
DPS	0	0	2,000	2,000	2,000
CFPS	60,001	31,967	14,250	16,984	31,957
ROA(%)	2.7	0.3	-2.4	-1.3	0.9
ROE(%)	8.5	1.2	-9.6	-5.9	4.3
ROIC(%)	8.8	2.0	0.4	0.3	3.8
Multiples(x, %)					
PER	9.2	55.1	-7.5	-10.4	14.6
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	2.5	4.4	7.9	5.8	3.1
EV/EBITDA	5.3	9.6	17.5	14.6	7.8
배당수익률	n/a	n/a	1.8	2.0	2.0
안정성(%)					
부채비율	189.2	169.3	178.8	205.4	201.9
Net debt/Equity	69.7	58.4	79.5	106.6	111.3
Net debt/EBITDA	283.5	528.5	1,138.4	1,048.9	572.2
유동비율	116.0	113.2	96.3	91.1	87.1
이자보상배율(배)	6.1	1.1	0.2	0.1	1.8
자산구조(%)					
투하자본	64.0	64.2	66.5	68.3	71.0
현금+투자자산	36.0	35.8	33.5	31.7	29.0
자본구조(%)					
차입금	54.1	50.8	54.7	59.8	59.3
자기자본	45.9	49.2	45.3	40.2	40.7

[Compliance Notice]

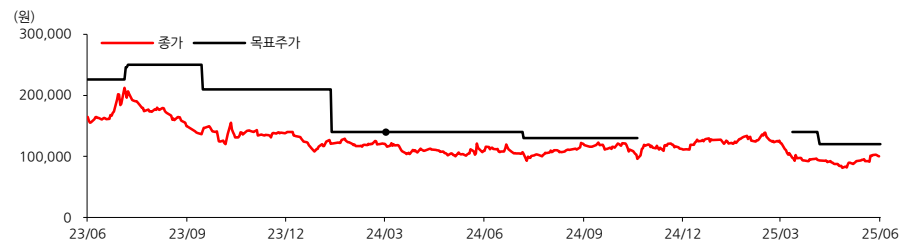
(공표일: 2025년 06월 30일)

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	2023.06.27	2023.08.01	2023.10.11	2023.11.06	2023.11.27
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		230,000	250,000	210,000	210,000	210,000
일 시	2023.12.04	2024.01.17	2024.02.07	2024.04.30	2024.07.19	2024.08.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	210,000	210,000	140,000	140,000	140,000	130,000
일 시	2025.04.07	2025.04.07	2025.05.02	2025.06.30		
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy		
목표가격	이용욱	140,000	120,000	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 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 투자 의견 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 03월 31일)

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