

SK이노베이션 (096770)

미국 ESS 진출은 고무적. 그러나 아쉬운 규모

목표주가 14.8만원 상향, 투자 의견 Hold 유지

동사에 대한 목표주가 12만원에서 14.8만원으로 상향한다. 실적 추정치 변경 및 적용 시기를 25~26년 평균으로 반영함에 따른 것이다. EV/EBITDA로 산출한 각 사업부문별 적정가치는 정유 10.5조원, 윤활유 8.2조원, 배터리 4.7조원, E&S 10.5조원 등이다.

투자 의견은 Hold 유지한다. 정제마진과 유가 상승으로 3분기 기대치 넘어서는 실적을 기록했고, 최근 러시아에 대한 유럽/EU/미국 제재로 정제마진도 강세가 이어지고 있다. 그러나 동사 실적과 재무구조, 의미있는 주가 변화가 나타나려면 정유/화학/윤활유 등 전통레거시 산업보다 On(배터리) 정상화가 더욱 중요하다. 25년 기점으로 On 영업적자 축소해가고, 26년 하반기부터는 LFP-ESS 공급도 시작된다는 점에서 고무적인 변화가 기대된다. 다만, 그 규모가 아직 1GWh 내외로 크지 않고, 국내 경쟁사들 대비 중장기 ESS 설비 확보 계획 등에서 다소 보수적인 기조를 이어가고 있다는 점은 아쉽다. EV 판매 확대가 됐든 ESS 대규모 공급계약 추가 확보가 됐든 향후 유의미하게 On 흑전과 재무구조 개선을 기대할 수 있는 변화가 생길 때 투자 의견 상향을 검토하고자 한다.

3Q25 Review: 5,735억원(흑자전환 QoQ) vs 컨센서스 3,797억원

3분기 영업이익은 5,735억원으로 전 분기 대비 흑자전환 및 시장 예상치 3,797억원 대비 +51.0% 큰 폭 상회했다. 금번 호실적은 정제마진과 유가 상승으로 석유부문에서 3,042억원(흑자전환QoQ)의 이익을 창출한 영향이 가장 컸다. 석유화학은 BZ/PE/PP 등의 스프레드 축소로 적자기조 이어졌으나, 정기보수 종료로 인한 PX 가동률 상승 및 PX 마진 개선으로 적자규모는 -368억원으로 전 분기 대비 대폭 축소됐으며, 윤활유는 판매량 증가 및 재고이익 반영으로 1,706억원(+26.7%QoQ)의 호실적을 기록하였다. SK E&S는 SMP 하락에도 불구하고 LNG 도입단가 하락으로 주요 발전소 급전순위가 상향됨에 따라 영업이익은 오히려 2,554억원(+122%QoQ)으로 대폭 증가했다.

On(배터리) 영업적자는 -1,248억원으로 전 분기 -664억원 대비 확대됐다. 9/30 이후 EV 보조금 폐지로 북미 판매 감소했고, AMPC 또한 1,731억원(3분기 2,734억원)으로 감소한 영향이다. 4분기는 북미 판매량 감소 및 3분기에 발생한 약 1천억원의 일회성 이익이 제거됨에 따라 -2,218억원으로 영업적자는 재차 확대될 것으로 예상된다.

미국 ESS 사업 진출은 고무적, 그러나 규모 측면에서는 다소 아쉬워

SK-On은 지난 9월 미국 Flatiron Energy와 LFP-ESS 공급계약 체결했고, 26년 하반기 1GWh 물량이 출하될 예정이다. 양사 우선협상권에 따라 27~30년까지 6.2GWh 추가 공급 가능성도 높아 26년 기점으로 동사의 미국 ESS 사업 진출도 본격화될 전망이다.

다만, 아직까지 미국 내 EV 생산설비 중에서 ESS 생산용으로 얼마나 전환할 것인지에 대한 결정은 이뤄지지 않았는데, 현재 동사가 확보한 공급계약 물량이 크지 않음을 고려하면 향후 CAPA 확보 기조는 국내 경쟁사 대비 보수적일 것으로 예상된다.

26년은 미국 BOSK 켄터키/테네시, HMG 공장이 순차적으로 가동되는 한편, EV 보조금 종료로 전방 수요 성장은 더딜 수밖에 없어 가동률 하향과 그에 따른 고정비 부담을 배제할 수 없다. ESS 판매 및 파생되는 AMPC 효과로 EV 부진을 일부 상쇄시킬 수는 있겠으나, SK-On 흑자전환까지 기대하기는 녹록치 않다. 전통레거시 산업이 안정적인 캐쉬카우로서 역할을 이어가는 것과 별개로, 이제는 정말 SK-On(배터리) 실적 개선이 절실하며 이익 기여도가 긍정적으로 이뤄질 때 비로소 재평가가 가능할 전망이다.

Company Brief

Hold (Maintain)

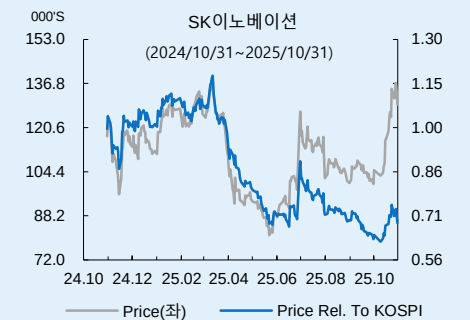
목표주가(12M)	148,000원(상향)
증가(2025.10.31)	128,900원
상승여력	14.8 %

Stock Indicator

자본금	786십억원
발행주식수	16,905만주
시가총액	21,791십억원
외국인지분율	12.8%
52주 주가	81,100~139,200원
60일평균거래량	362,754주
60일평균거래대금	41.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.0	26.4	36.5	5.8
상대수익률	10.2	-5.3	-24.1	-55.7

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	74,717	81,342	76,962	77,485
영업이익(십억원)	315	612	1,450	3,013
순이익(십억원)	-2,260	-866	-35	1,277
EPS(원)	-21,236	-5,476	-206	7,500
BPS(원)	161,813	173,118	155,828	162,583
PER(배)				17.2
PBR(배)	0.7	0.7	0.8	0.8
ROE(%)	-9.6	-3.2	-0.1	4.7
배당수익률(%)	3.6	3.1	3.1	3.1
EV/EBITDA(배)	16.6	10.9	9.6	7.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

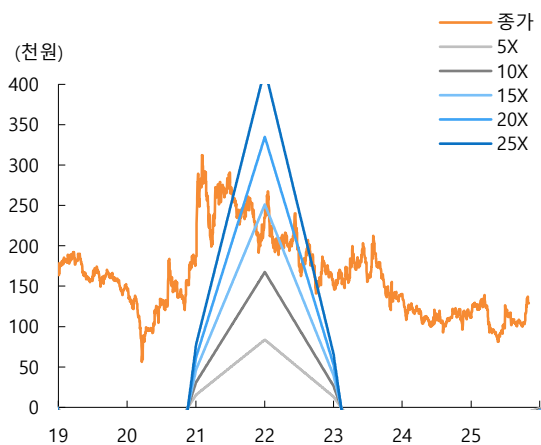
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. SK 이노베이션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(단위: 십억원)	기존 (2025.07.31)			변경 (2025.10.31)			참고 내용
	25년 EBITDA	Multiple	EV	25~26년 EBITDA	Multiple	EV	
사업가치 합계			39,973			44,187	(A) = (a)+(b)+(c)+(d)+(e)+(f)+(g)
정유	732	9.2	6,739	1,185	8.9	10,547	(a) 아시아 정유 업체 25~26년 EV/EBITDA 평균
화학	102	7.2	736	294	6.7	1,971	(b) 아시아 석유화학 업체 25~26년 EV/EBITDA 평균
윤활유	916	9.2	8,430	926	8.9	8,239	(c) 아시아 정유업체 25~26년 EV/EBITDA 평균
배터리(SK-On)	592	7.8	4,146	822	6.4	4,709	(d) 글로벌 배터리 25~26년 EV/EBITDA 대비 50% 할인
소재(SKIET)	193	7.5	886	243	7.3	1,088	(e) SKIET 자본가치(70% 할인), EV/EBITDA 적용 값 평균
E&P			7,178			7,178	(f) 23년 말 확인 매장량 3.3억 배럴, 배럴당 \$15 적용
SKE&S	1,186	10.0	11,859	1,216	8.6	10,456	(g) SK가스 25~26년 EV/EBITDA 적용
투자자산가치	11,488		8,042	11,078		7,755	(B): 2026년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			27,512			26,737	(C): 2026년 당사 예상치 기준
우선주 시가총액			89.9			99.7	(D): 2025년 10월 31일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			20,413			25,105	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 발행주식 수	169,052,788						
적정주가 (원)			120,748			148,504	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			120,000			148,000	기존 대비 +23.3% 상향 조정
현재주가 (원)			107,900			128,900	2025년 10월 31일 종가 기준
상승여력 (%)			11.2%			14.8%	

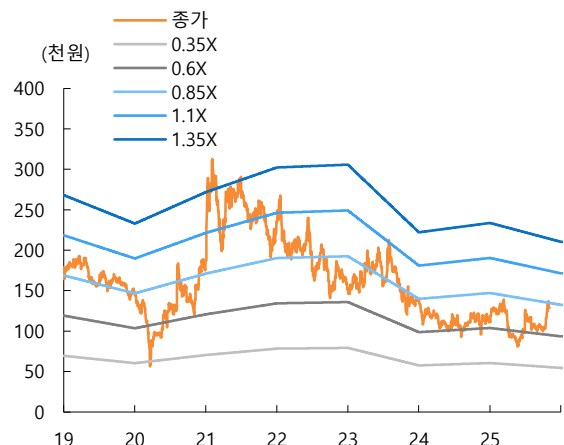
자료: iM증권 리서치본부

그림1. SK 이노베이션 12M Forward PER 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림2. SK 이노베이션 12M Forward PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

표2. SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	18,855	18,799	17,657	19,406	21,147	19,307	20,533	20,355	74,717	81,342	76,962
영업이익	625	-46	-423	160	-45	-418	574	500	315	612	1,450
영업이익률	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	-0.2%	-2.2%	2.8%	2.5%	0.4%	0.8%	1.9%
석유											
매출액	12,855	13,164	12,134	11,687	11,918	11,119	12,442	12,278	49,840	47,757	44,330
영업이익	591	144	-617	342	36	-466	304	420	461	294	672
영업이익률	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	0.3%	-4.2%	2.4%	3.4%	0.9%	0.6%	1.5%
화학											
매출액	2,759	2,594	2,625	2,373	2,477	2,269	2,415	2,200	10,352	9,361	8,914
영업이익	125	99	-14	-84	-114	-119	-37	-42	125	-311	30
영업이익률	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-4.6%	-5.2%	-1.5%	-1.9%	1.2%	-3.3%	0.3%
운환유											
매출액	1,137	1,063	1,065	971	972	894	981	935	4,235	3,782	3,791
영업이익	220	152	174	140	121	135	171	144	687	570	546
영업이익률	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	12.5%	15.1%	17.4%	15.3%	16.2%	15.1%	14.4%
SK-On (AMPC 반영)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,605	2,108	1,808	1,739	6,267	7,260	8,192
영업이익	-332	-460	24	-359	-299	-66	-125	-222	-1,127	-712	-519
영업이익률	-19.7%	-29.6%	1.7%	-22.5%	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-12.8%	-18.0%	-9.8%	-6.3%
SK-On(AMPC 제외)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,605	2,108	1,808	1,739	6,267	7,260	8,192
영업이익	-370	-572	-37	-441	-477	-340	-298	-365	-1,420	-1,480	-1,393
영업이익률	-22.0%	-36.8%	-2.6%	-27.6%	-29.7%	-16.1%	-16.5%	-21.0%	-22.7%	-20.4%	-17.0%
AMPC 추정											
판매량(GW)	0.6	1.8	1.0	1.3	2.7	4.3	2.5	2.2	4.8	11.8	14.1
AMPC 반영	38.5	111.9	60.8	81.3	178.0	273.4	173.1	143.4	292.5	767.9	873.7
SKE&S											
매출액				2,354	3,752	2,545	2,528	2,858	2,354	11,683	10,423
영업이익				123	193	115	255	218	123	782	733
영업이익률				5.2%	5.1%	4.5%	10.1%	7.6%	5.2%	6.7%	7.0%
소재 및 기타											
매출액	420	425	402	422	422	372	360	345	1,670	1,499	1,312
영업이익	20	18	9	-2	18	-16	5	-17	46	-10	-12
영업이익률	4.8%	4.3%	2.3%	-0.4%	4.3%	-4.3%	1.4%	-5.1%	2.8%	-0.7%	-0.9%

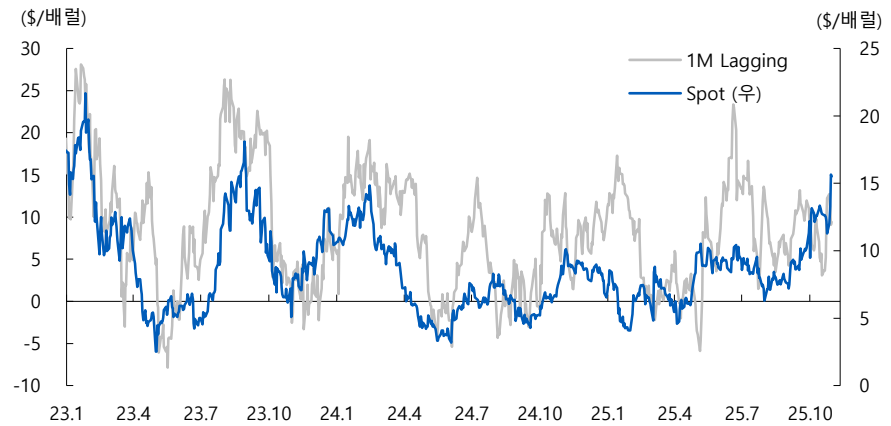
자료: iM증권 리서치본부

주1: 동사 LIBS 부문 이익은 내부거래로 인해 SKIET 실적과 상이하며, 당사 추정치에 기반한 매출액에 E&P, Staff 비용 등 기타부문과 합산 반영

주2: 24년 11월 1일 SKE&S와의 합병 완료돼 4분기부터 실적 일부 반영. 25년 1분기부터는 연결로 온기 반영

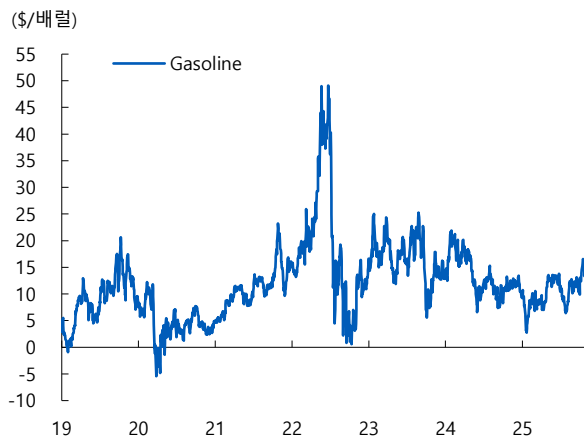
주3: 24년 11월 1일 SK-On과 합병 완료된 SKTI, SK엔텀 실적은 연결 기준으로 정유부문에 이미 포함되고 있기 때문에 SK-On 실적은 배터리 부문만 포함되어 있음

그림3. 복합정제마진 추이



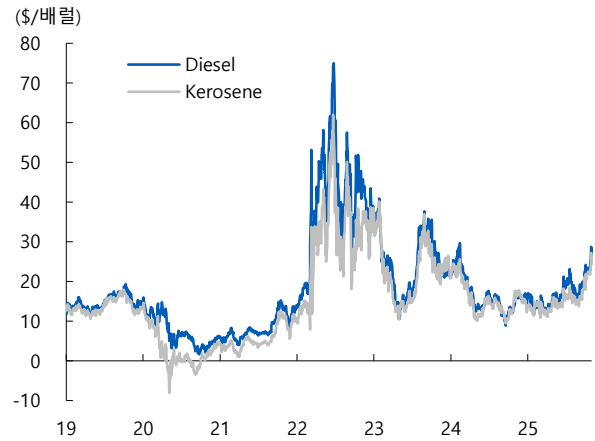
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림4. 휘발유 마진 추이



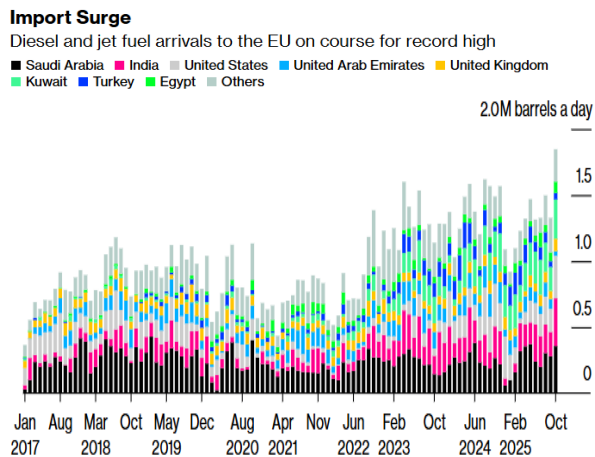
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림5. 등/경유 마진 추이



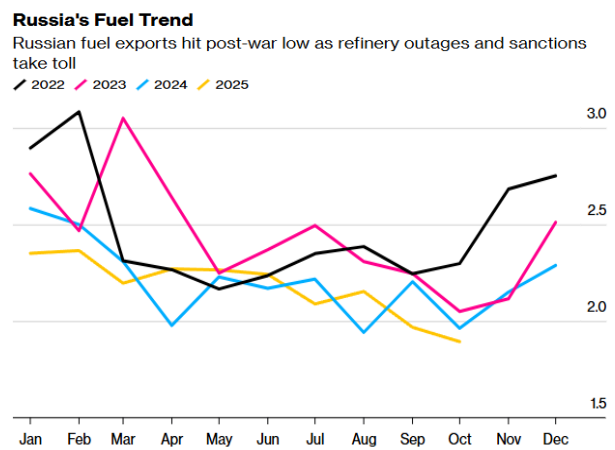
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림6. EU 디젤/항공유 수입량 및 국가별 규모 추이



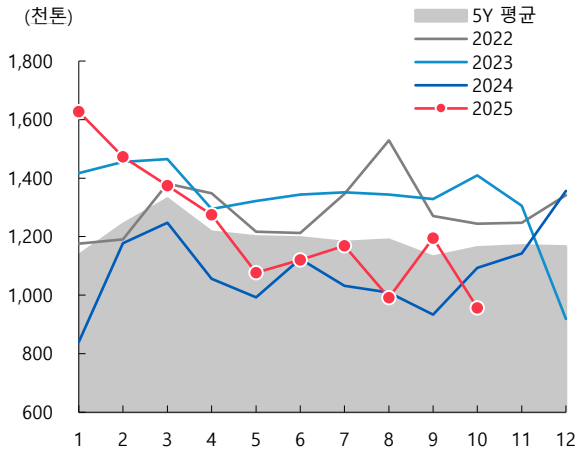
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 러시아 정제품 수출 추이: 22년 러-우 전쟁 이후 최저치



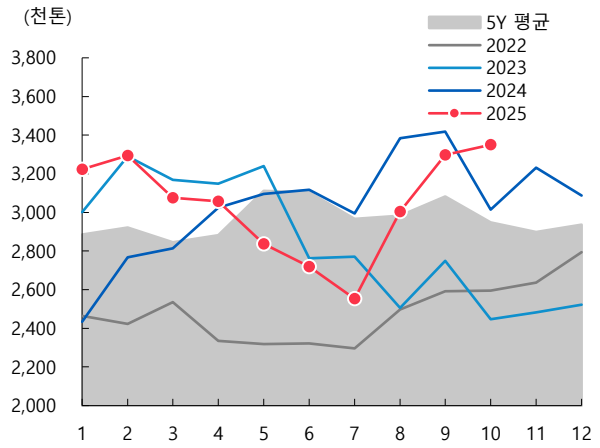
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 유럽 휘발유 재고 추이



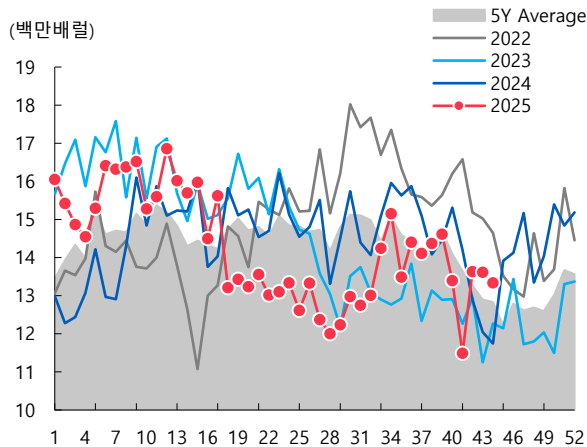
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 유럽 중간유분 재고 추이



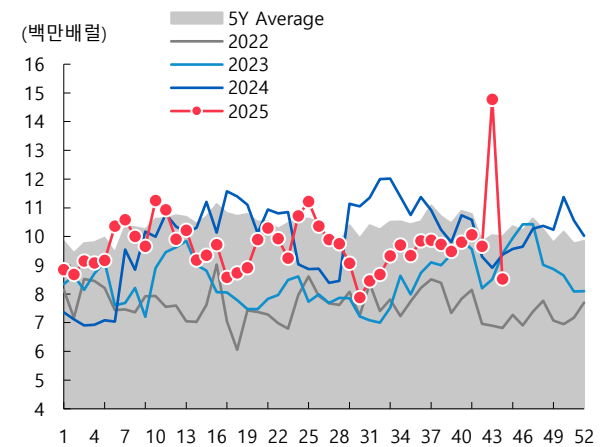
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 싱가포르 경질유분 재고 추이



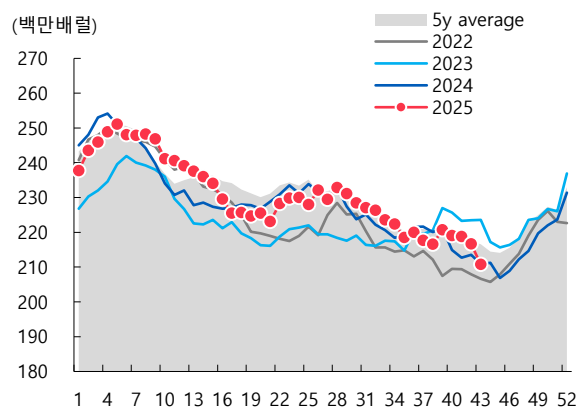
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 싱가포르 중간유분 재고 추이



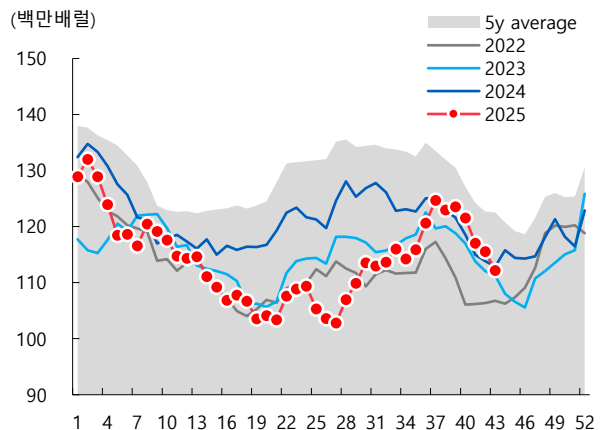
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 미국 휘발유 재고 추이



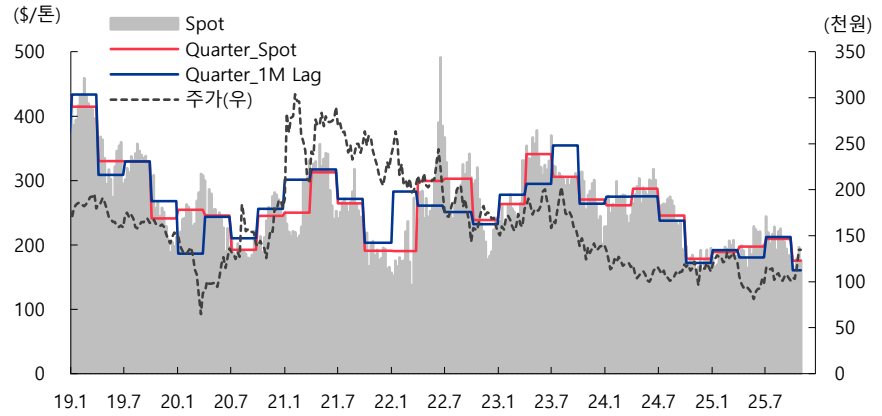
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림13. 미국 중간유분 재고 추이



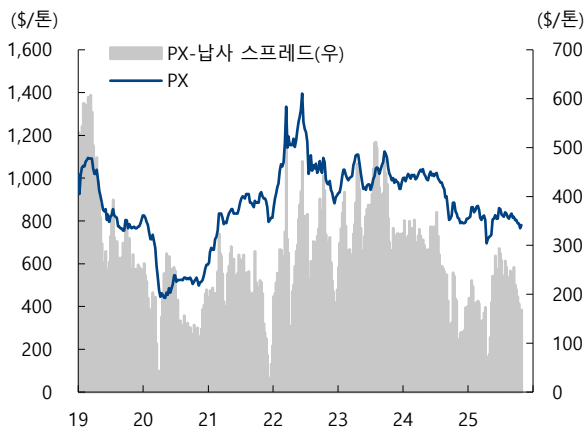
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림14. SK이노베이션 화학부문 가중평균 스프레드 추이



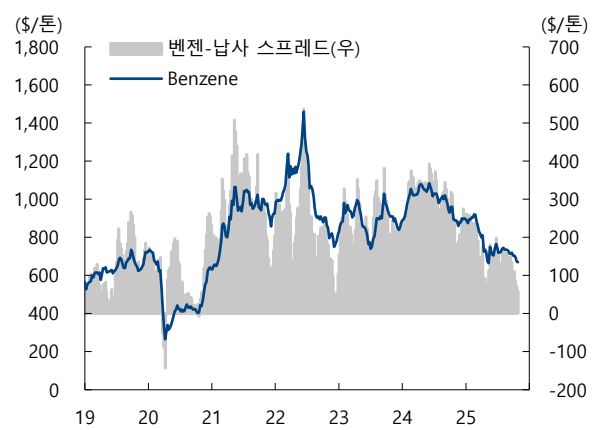
자료: iM증권 리서치본부

그림15. PX 가격 및 스프레드 추이



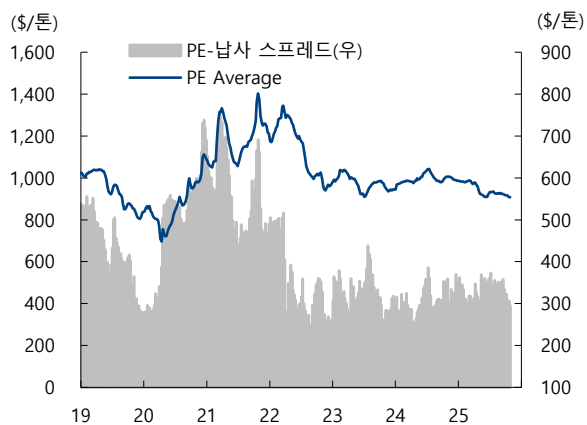
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림16. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



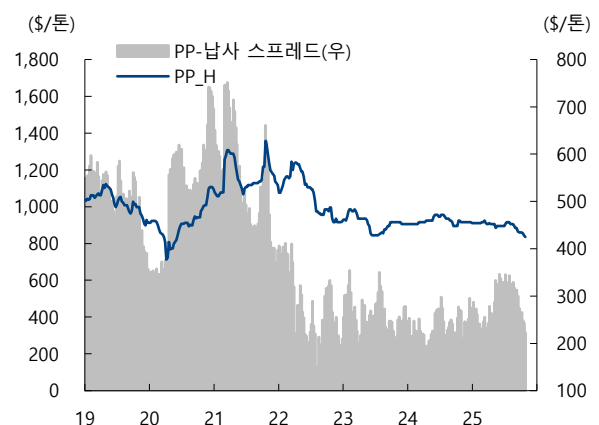
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림17. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림18. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

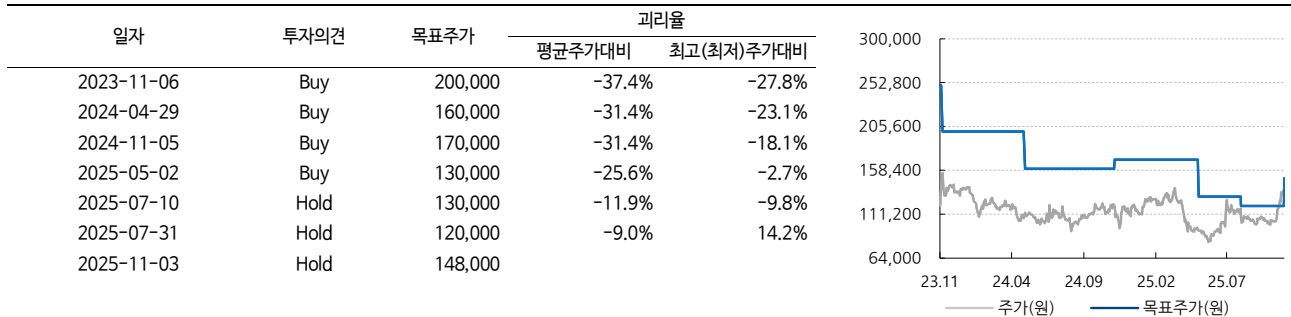
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	36,318	40,125	38,014	37,131	매출액	74,717	81,342	76,962	77,485
현금 및 현금성자산	15,865	18,640	18,237	17,745	증가율(%)	-3.3	8.9	-5.4	0.7
단기금융자산	266	271	269	271	매출원가	70,678	76,707	71,828	70,757
매출채권	8,753	8,850	8,652	8,710	매출총이익	4,039	4,634	5,134	6,728
재고자산	10,336	11,252	10,005	10,073	판매비와관리비	4,016	4,023	3,684	3,715
비유동자산	74,212	75,124	73,590	73,948	연구개발비	480	-	-	-
유형자산	56,720	58,959	58,474	59,602	기타영업수익	292	-	-	-
무형자산	2,938	2,501	2,137	1,834	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	110,530	115,249	111,605	111,080	영업이익	315	612	1,450	3,013
유동부채	37,726	37,047	36,799	36,360	증가율(%)	-83.4	93.9	137.1	107.8
매입채무	9,912	9,768	9,242	9,305	영업이익률(%)	0.4	0.8	1.9	3.9
단기차입금	12,051	12,401	12,551	11,751	이자수익	420	493	482	469
유동성장기부채	6,050	5,122	5,205	5,459	이자비용	1,520	1,462	1,455	1,398
비유동부채	33,156	33,756	33,306	32,006	지분법이익(손실)	-430	-82	-15	57
사채	11,634	12,734	13,084	12,584	기타영업외손익	-518	-604	-258	-196
장기차입금	15,398	14,898	14,098	13,298	세전계속사업이익	-2,380	-1,269	-51	1,872
부채총계	70,881	70,803	70,104	68,365	법인세비용	-7	-360	-15	531
지배주주지분	24,641	29,482	26,538	27,688	세전계속이익률(%)	-3.2	-1.6	-0.1	2.4
자본금	786	876	876	876	당기순이익	-2,372	-909	-37	1,341
자본잉여금	12,747	14,657	14,657	14,657	순이익률(%)	-3.2	-1.1	0.0	1.7
이익잉여금	8,231	7,026	6,651	7,589	지배주주귀속 순이익	-2,260	-866	-35	1,277
기타자본항목	2,733	6,079	3,509	3,722	기타포괄이익	3,388	2,924	624	624
비지배주주지분	15,007	14,964	14,963	15,026	총포괄이익	1,016	2,015	587	1,964
자본총계	39,649	44,447	41,500	42,714	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,233	1,592	4,704	4,887	주당지표(원)				
당기순이익	-2,372	-909	-37	1,341	EPS	-21,236	-5,476	-206	7,500
유형자산감가상각비	2,125	3,361	3,235	2,952	BPS	161,813	173,118	155,828	162,583
무형자산상각비	330	436	364	303	CFPS	1,829	18,548	20,926	26,614
지분법관련손실(이익)	-430	-82	-15	57	DPS	4,050	4,050	4,050	4,050
투자활동 현금흐름	-7,295	-516	4,157	2,547	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-9,956	-5,600	-2,750	-4,080	PER				17.2
무형자산의 처분(취득)	-175	-	-	-	PBR	0.7	0.7	0.8	0.8
금융상품의 증감	-3,746	-1,410	405	131	PCR	61.2	6.9	6.2	4.8
재무활동 현금흐름	7,327	4,164	1,883	253	EV/EBITDA	16.6	10.9	9.6	7.5
단기금융부채의증감	1,524	-578	233	-546	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	4,012	600	-450	-1,300	ROE	-9.6	-3.2	-0.1	4.7
자본의증감	-	2,000	-	-	EBITDA이익률	3.7	5.4	6.6	8.1
배당금지급	-85	-85	-85	-85	부채비율	178.8	159.3	168.9	160.1
현금및현금성자산의증감	2,791	2,775	-404	-492	순부채비율	73.1	59.0	63.7	58.7
기초현금및현금성자산	13,074	15,865	18,640	18,237	매출채권회전율(x)	8.9	9.2	8.8	8.9
기말현금및현금성자산	15,865	18,640	18,237	17,745	재고자산회전율(x)	7.0	7.5	7.2	7.7

자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

SK이노베이션 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%