

SK이노베이션(096770)

24년 고점으로 차입금 축소 사이클 진입 예상

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 170,000원(유지) |
| 증가(2025.04.08) | 96,900원 |
| 상승여력 | 75.4 % |

Stock Indicator

| | |
|-----------|-----------------|
| 자본금 | 786십억원 |
| 발행주식수 | 15,103만주 |
| 시가총액 | 14,635십억원 |
| 외국인지분율 | 14.0% |
| 52주 주가 | 92,800~139,200원 |
| 60일평균거래량 | 314,649주 |
| 60일평균거래대금 | 39.3십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | -24.3 | -21.7 | -18.2 | -18.4 |
| 상대수익률 | -15.4 | -14.3 | -8.1 | -4.3 |



[투자포인트]

- 목표주가 17만원 및 매수의견 유지
- 1분기 영업손익 -1,586억원(적자전환QoQ) 및 컨센서스 3,593억원 대비 큰 폭 하회 예상. SK-On 손실 규모와 E&S 이익은 당초 기대한 수준에서 크게 벗어나지 않겠지만, 정유와 화학에서 예상보다 적자 폭 확대됨에 근거
- 정유는 -1,378억원(적자전환QoQ) 예상. 동절기 효과가 무색할 만큼 등/경유 마진 약했고, 휘발유도 비수기였던 만큼 QoQ 마진 하락. 연초 유가 상승하긴 했으나, 재고손익 반영 비중 높은 2~3월 유가 하락으로 -2천억 내외의 재고손실 발생 추정. 화학도 PX/BZ 등의 스프레드 약세 이어지고 있어 전 분기와 유사한 적자 예상. 윤활유는 비수기로 물량 증가 제한적이었고 기유 판가 하락으로 스프레드 축소돼 QoQ 영업이익 및 마진 모두 하락 불가피
- 동사의 최대 리스크는 높은 차입금으로 인한 재무부담. E&S 합병 이후 24년 말 기준 순차입금 29조 달하고 있음. 다만, 25년은 CAPEX 6조원 내외로 23~24년 11조원 대비 대폭 줄고, 엔무브 구주매출 통한 일부 자금조달도 가능해 차입금 추가 확대 가능성은 낮다는 판단. 오히려 최근 Moody's 신용등급 하락으로 경영진도 차입금 관련 이슈 충분히 인지하고 있을 만큼 25~26년은 비핵심 및 금융자산 매각 통한 차입금 축소 움직임 출현에 무게. SK-On 실적 부진도 이어지고 있긴 하나, 적자규모 점차 줄여가고 정유/윤활유/E&P/E&S 안정적인 이익 창출로 1.5~2조원 영업이익(EBITDA 5조원) 감안하면 1.3조원내외의 이자지급 능력까지 우려할 정도는 아니라는 판단

| FY | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 74,717 | 81,875 | 78,528 | 79,032 |
| 영업이익(십억원) | 315 | 1,560 | 3,084 | 3,587 |
| 순이익(십억원) | -2,260 | -135 | 1,196 | 1,717 |
| EPS(원) | -21,236 | -886 | 7,856 | 11,275 |
| BPS(원) | 161,813 | 181,182 | 209,294 | 240,825 |
| PER(배) | | | 12.3 | 8.6 |
| PBR(배) | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| ROE(%) | -9.6 | -0.5 | 4.0 | 5.0 |
| 배당수익률(%) | 3.6 | 4.2 | 4.2 | 4.2 |
| EV/EBITDA(배) | 16.6 | 7.8 | 5.7 | 5.0 |

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

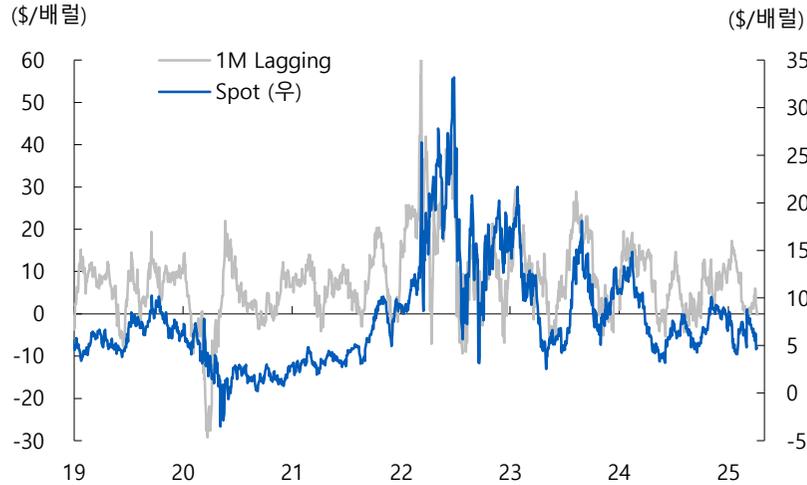
SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023 | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 합계 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 18,855 | 18,799 | 17,657 | 19,406 | 20,431 | 20,423 | 20,538 | 20,483 | 77,288 | 74,717 | 81,875 |
| 영업이익 | 624.7 | -46 | -423 | 160 | -158 | 434 | 570 | 714 | 1,904 | 315 | 1,560 |
| 영업이익률 | 3.3% | -0.2% | -2.4% | 0.8% | -0.8% | 2.1% | 2.8% | 3.5% | 2.5% | 0.4% | 1.9% |
| 석유 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 12,855 | 13,164 | 12,134 | 11,687 | 12,224 | 11,977 | 11,952 | 11,544 | 47,551 | 49,840 | 47,698 |
| 영업이익 | 591 | 144 | -617 | 342 | -138 | 283 | 288 | 302 | 811 | 461 | 735 |
| 영업이익률 | 4.6% | 1.1% | -5.1% | 2.9% | -1.1% | 2.4% | 2.4% | 2.6% | 1.7% | 0.9% | 1.5% |
| 화학 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 2,759 | 2,594 | 2,625 | 2,373 | 2,568 | 2,578 | 2,527 | 2,501 | 10,744 | 10,352 | 10,174 |
| 영업이익 | 125 | 99 | -14.4 | -84 | -72 | -40 | -30 | -11 | 517 | 125 | -154 |
| 영업이익률 | 4.5% | 3.8% | -0.5% | -3.5% | -2.8% | -1.6% | -1.2% | -0.5% | 4.8% | 1.2% | -1.5% |
| 운할유 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 1,137 | 1,063 | 1,065 | 971 | 929 | 1,010 | 1,062 | 1,060 | 4,693 | 4,235 | 4,060 |
| 영업이익 | 220 | 152 | 174.4 | 140 | 127 | 161 | 148.2 | 143 | 998 | 687 | 580 |
| 영업이익률 | 19.4% | 14.3% | 16.4% | 14.4% | 13.7% | 15.9% | 14.0% | 13.5% | 21.3% | 16.2% | 14.3% |
| SK-On (AMPC 반영) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 1,684 | 1,554 | 1,431 | 1,599 | 1,534 | 1,758 | 1,795 | 2,063 | 12,897 | 6,267 | 7,149 |
| 영업이익 | -332 | -460 | 24 | -311 | -293 | -169 | -107 | 55 | -581 | -1,079 | -514 |
| 영업이익률 | -19.7% | -29.6% | 1.7% | -19.5% | -19.1% | -9.6% | -6.0% | 2.7% | -4.5% | -17.2% | -7.2% |
| SK-On(AMPC 제외) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 1,684 | 1,554 | 1,431 | 1,599 | 1,534 | 1,758 | 1,795 | 2,063 | 12,897 | 6,267 | 7,149 |
| 영업이익 | -370 | -572 | -37 | -441 | -399 | -316 | -269 | -165 | -1,198 | -1,420 | -1,149 |
| 영업이익률 | -22.0% | -36.8% | -2.6% | -27.6% | -26.0% | -18.0% | -15.0% | -8.0% | -9.3% | -22.7% | -16.1% |
| AMPC 추정 | | | | | | | | | | | |
| 판매량(GW) | 0.6 | 1.8 | 1.0 | 1.3 | 1.6 | 2.3 | 2.6 | 3.5 | 10.5 | 4.8 | 10.0 |
| AMPC 반영 | 38.5 | 111.9 | 60.8 | 81.3 | 106.0 | 147.3 | 162.0 | 220.5 | 617.0 | 292.5 | 635.8 |
| SK E&S | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | | | | 2,354 | 2,705 | 2,646 | 2,748 | 2,864 | | 2,354 | 10,964 |
| 영업이익 | | | | 123 | 196 | 173 | 230 | 181 | | 123 | 781 |
| 영업이익률 | | | | 5.2% | 7.3% | 6.5% | 8.4% | 6.3% | | 5.2% | 7.1% |
| 소재 및 기타 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 420 | 425 | 402 | 422 | 470 | 455 | 454 | 451 | 1,404 | 1,670 | 1,830 |
| 영업이익 | 20 | 18 | 9 | -2 | 20 | 27 | 41 | 43 | 160 | 46 | 132 |
| 영업이익률 | 4.8% | 4.3% | 2.3% | -0.4% | 4.3% | 6.0% | 9.0% | 9.6% | 11.4% | 2.8% | 7.2% |

자료: iM증권 리서치본부

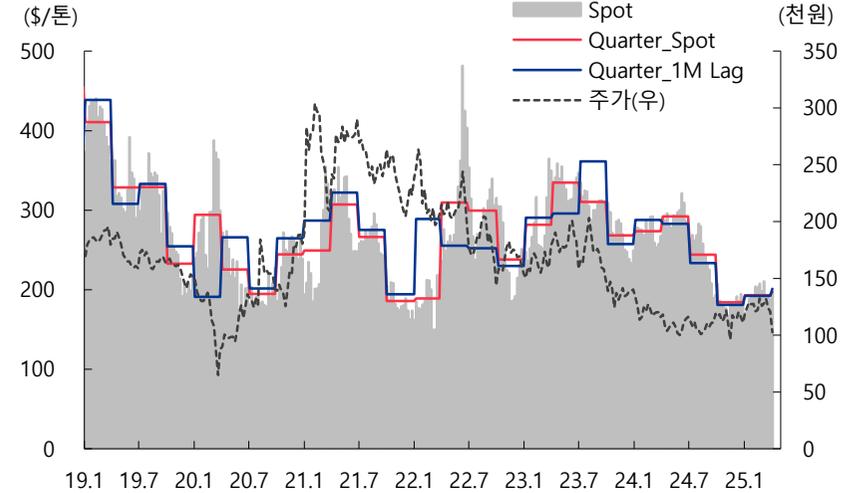
주: 동사 LiBS 부문 이익은 내부거래로 인해 SKIET 실적과 상이하며, 당사 추정치에 기반한 매출액에 E&P, Staff 비용 등 기타부문과 합산 반영

복합정제마진 추이



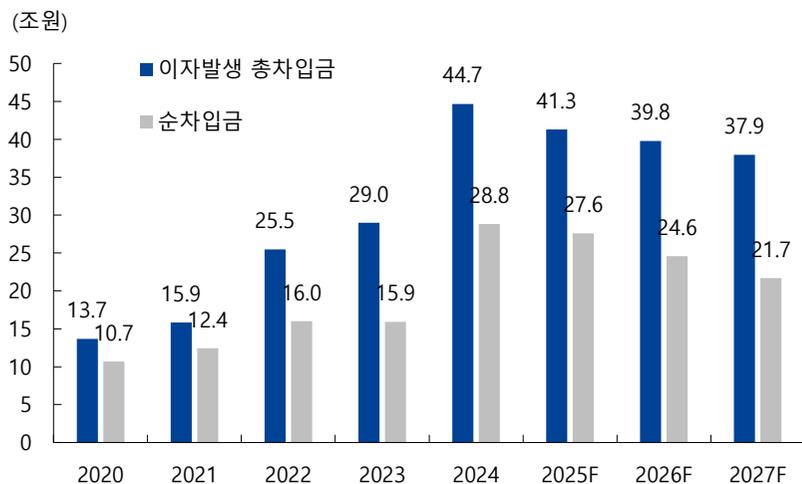
자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

SK이노베이션 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



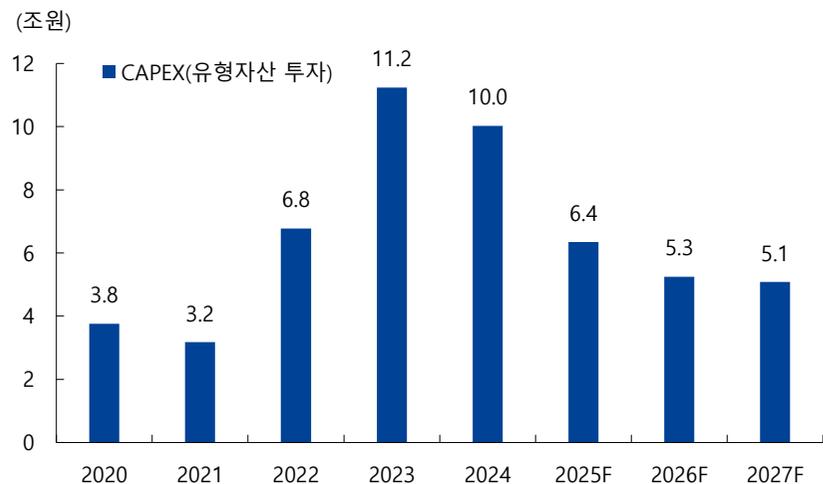
자료 : iM증권 리서치본부

SK이노베이션 2020년 이후 총차입금, 순차입금 추이 및 전망



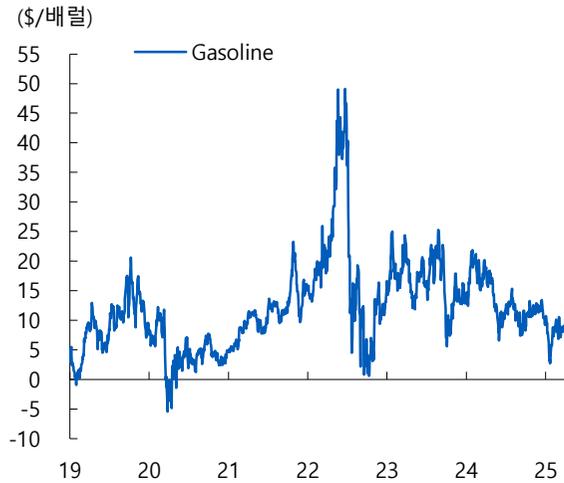
자료 : iM증권 리서치본부
 주: 지분증권 포함한 기타금융자산, 일부 비핵심자산 매각 등을 통한 현금 마련 가정

SK이노베이션 2020년 이후 CAPEX 추이 및 전망



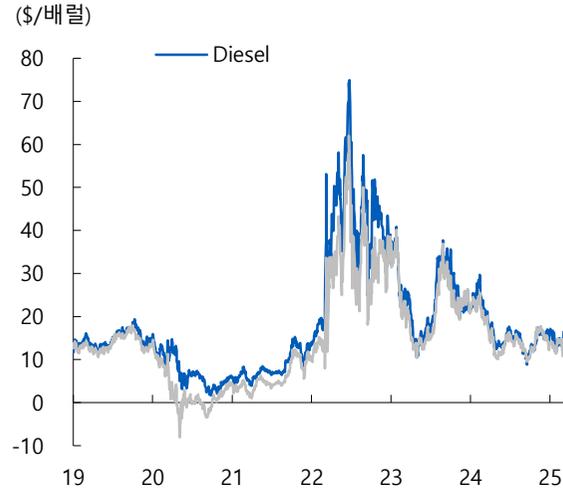
자료 : iM증권 리서치본부

휘발유 스프레드 추이



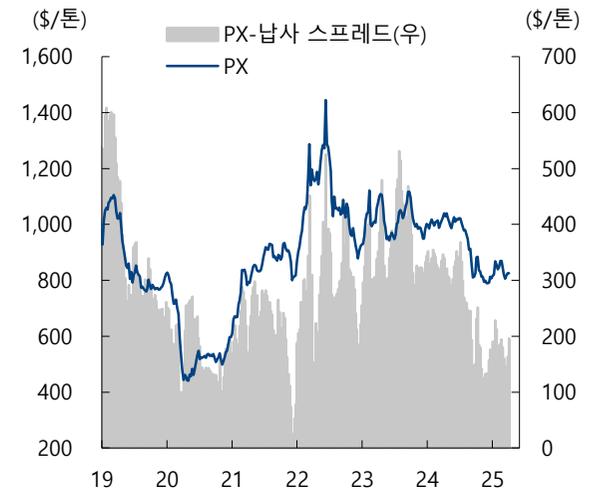
자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

중간유분 스프레드 추이



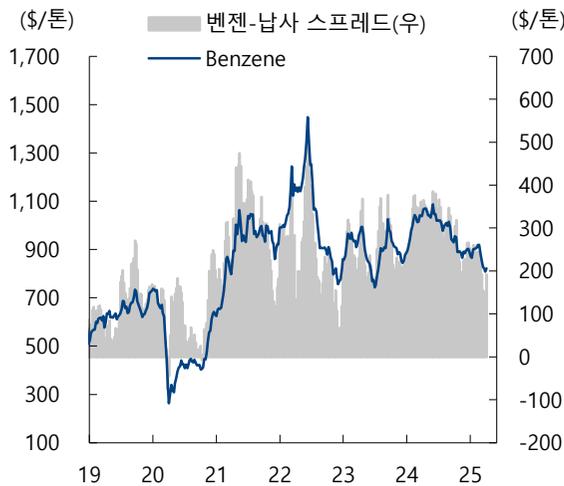
자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

PX 가격 및 스프레드 추이



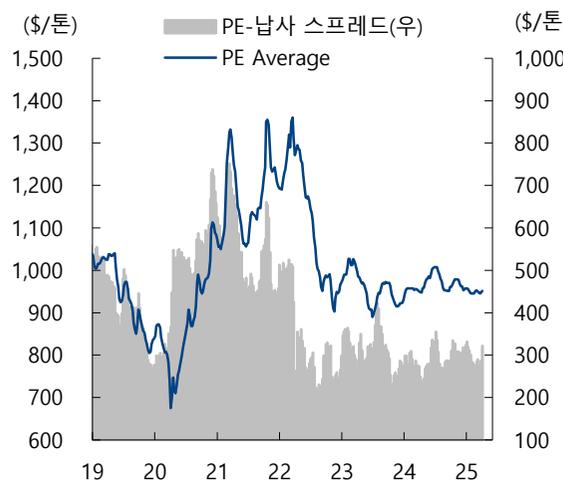
자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

벤젠 가격 및 스프레드 추이



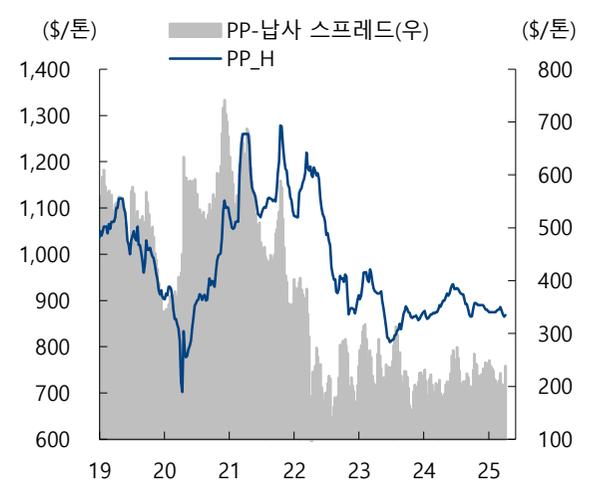
자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

PE 가격 및 스프레드 추이



자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

PP 가격 및 스프레드 추이



자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | | 36,318 | 35,113 | 35,690 | 36,770 |
| 현금 및 현금성자산 | | 15,865 | 13,770 | 15,215 | 16,198 |
| 단기금융자산 | | 266 | 269 | 271 | 274 |
| 매출채권 | | 8,753 | 8,907 | 8,550 | 8,604 |
| 재고자산 | | 10,336 | 11,326 | 10,863 | 10,932 |
| 비유동자산 | | 74,212 | 74,443 | 76,279 | 78,292 |
| 유형자산 | | 56,720 | 59,709 | 61,632 | 63,440 |
| 무형자산 | | 2,938 | 2,501 | 2,137 | 1,834 |
| 자산총계 | | 110,530 | 109,556 | 111,969 | 115,062 |
| 유동부채 | | 37,726 | 36,109 | 35,181 | 34,687 |
| 매입채무 | | 9,912 | 9,832 | 9,430 | 9,491 |
| 단기차입금 | | 12,051 | 11,451 | 10,851 | 10,051 |
| 유동성장기부채 | | 6,050 | 5,122 | 5,205 | 5,459 |
| 비유동부채 | | 33,156 | 30,856 | 29,856 | 28,556 |
| 사채 | | 11,634 | 10,634 | 10,134 | 9,634 |
| 장기차입금 | | 15,398 | 14,098 | 13,598 | 12,798 |
| 부채총계 | | 70,881 | 66,964 | 65,037 | 63,242 |
| 지배주주지분 | | 24,641 | 27,591 | 31,872 | 36,674 |
| 자본금 | | 786 | 786 | 786 | 786 |
| 자본잉여금 | | 12,747 | 12,747 | 12,747 | 12,747 |
| 이익잉여금 | | 8,231 | 7,793 | 8,685 | 10,099 |
| 기타자본항목 | | 2,733 | 6,121 | 9,509 | 12,897 |
| 비지배주주지분 | | 15,007 | 15,001 | 15,060 | 15,146 |
| 자본총계 | | 39,649 | 42,592 | 46,932 | 51,819 |

| 현금흐름표 | (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름 | | 2,233 | 2,546 | 5,393 | 5,275 |
| 당기순이익 | | -2,372 | -142 | 1,256 | 1,803 |
| 유형자산감가상각비 | | 2,125 | 3,361 | 3,327 | 3,272 |
| 무형자산상각비 | | 330 | 436 | 364 | 303 |
| 지분법관련손실(이익) | | -430 | -82 | -82 | -92 |
| 투자활동 현금흐름 | | -7,295 | 450 | 800 | 754 |
| 유형자산의 처분(취득) | | -9,956 | -6,350 | -5,250 | -5,080 |
| 무형자산의 처분(취득) | | -175 | - | - | - |
| 금융상품의 증감 | | -3,746 | 303 | -446 | -662 |
| 재무활동 현금흐름 | | 7,327 | -1,686 | 619 | 289 |
| 단기금융부채의증감 | | 1,524 | -1,528 | -517 | -546 |
| 장기금융부채의증감 | | 4,012 | -2,300 | -1,000 | -1,300 |
| 자본의증감 | | - | - | - | - |
| 배당금지급 | | -85 | -85 | -85 | -85 |
| 현금및현금성자산의증감 | | 2,791 | -2,095 | 1,446 | 983 |
| 기초현금및현금성자산 | | 13,074 | 15,865 | 13,770 | 15,215 |
| 기말현금및현금성자산 | | 15,865 | 13,770 | 15,215 | 16,198 |

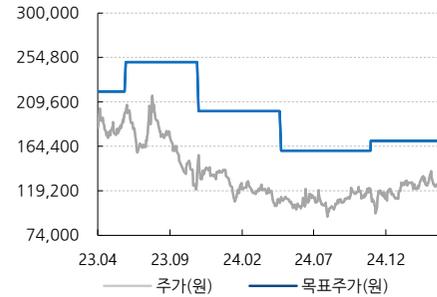
자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서 | (십억원, %) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | | 74,717 | 81,875 | 78,528 | 79,032 |
| 증가율(%) | | -3.3 | 9.6 | -4.1 | 0.6 |
| 매출원가 | | 70,678 | 76,266 | 71,685 | 71,655 |
| 매출총이익 | | 4,039 | 5,609 | 6,843 | 7,377 |
| 판매비와관리비 | | 4,016 | 4,049 | 3,759 | 3,790 |
| 연구개발비 | | 480 | - | - | - |
| 기타영업수익 | | 292 | - | - | - |
| 기타영업비용 | | - | - | - | - |
| 영업이익 | | 315 | 1,560 | 3,084 | 3,587 |
| 증가율(%) | | -83.4 | 394.5 | 97.6 | 16.3 |
| 영업이익률(%) | | 0.4 | 1.9 | 3.9 | 4.5 |
| 이자수익 | | 420 | 366 | 403 | 429 |
| 이자비용 | | 1,520 | 1,342 | 1,295 | 1,238 |
| 지분법이익(손실) | | -430 | -82 | -82 | -92 |
| 기타영업외손익 | | -518 | -268 | -315 | -291 |
| 세전계속사업이익 | | -2,380 | -184 | 1,633 | 2,344 |
| 법인세비용 | | -7 | -43 | 377 | 541 |
| 세전계속이익률(%) | | -3.2 | -0.2 | 2.1 | 3.0 |
| 당기순이익 | | -2,372 | -142 | 1,256 | 1,803 |
| 순이익률(%) | | -3.2 | -0.2 | 1.6 | 2.3 |
| 지배주주귀속 순이익 | | -2,260 | -135 | 1,196 | 1,717 |
| 기타포괄이익 | | 3,388 | 3,388 | 3,388 | 3,388 |
| 총포괄이익 | | 1,016 | 3,246 | 4,644 | 5,191 |
| 지배주주귀속총포괄이익 | | - | - | - | - |

| 주요투자지표 | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------------|--|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | | -21,236 | -886 | 7,856 | 11,275 |
| BPS | | 161,813 | 181,182 | 209,294 | 240,825 |
| CFPS | | 1,829 | 24,049 | 32,092 | 34,750 |
| DPS | | 4,050 | 4,050 | 4,050 | 4,050 |
| Valuation(배) | | | | | |
| PER | | | | 12.3 | 8.6 |
| PBR | | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| PCR | | 61.2 | 4.0 | 3.0 | 2.8 |
| EV/EBITDA | | 16.6 | 7.8 | 5.7 | 5.0 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| ROE | | -9.6 | -0.5 | 4.0 | 5.0 |
| EBITDA이익률 | | 3.7 | 6.5 | 8.6 | 9.1 |
| 부채비율 | | 178.8 | 157.2 | 138.6 | 122.0 |
| 순부채비율 | | 73.1 | 64.0 | 51.8 | 41.4 |
| 매출채권회전율(x) | | 8.9 | 9.3 | 9.0 | 9.2 |
| 재고자산회전율(x) | | 7.0 | 7.6 | 7.1 | 7.3 |

SK이노베이션 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | |
|------------|------|---------|--------|------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2023-06-05 | Buy | 250,000 | -32.4% | -13.6% |
| 2023-11-06 | Buy | 200,000 | -37.4% | -27.8% |
| 2024-04-29 | Buy | 160,000 | -31.4% | -23.1% |
| 2024-11-05 | Buy | 170,000 | | |



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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 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 전제, 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)

[투자비율등급공시 2025-03-31 기준]

매수
92.5%

중립(보유)
6.8%

매도
0.7%