



SK이노베이션 (096770)

정유화학 개선 긍정적이나, 배터리 회복은 요원

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635 / RA 고예진 yejinko@hanwha.com 02-3772-7701

Hold (유지)

목표주가(유지): 120,000원

현재 주가(1/16)	105,400원
상승여력	▲ 13.9%
시가총액	178,182억원
발행주식수	169,053천주
52 주 최고가 / 최저가	139,200 / 81,100원
90 일 일평균 거래대금	454.74억원
외국인 지분율	12.8%

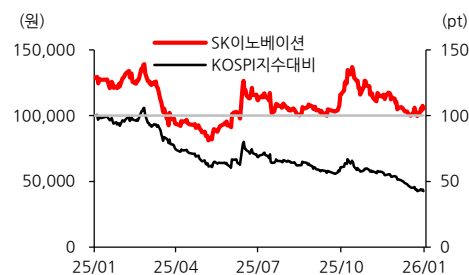
주주 구성	
SK (외 14 인)	52.1%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
자사주 (외 1 인)	2.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.0	-9.1	-6.0	-17.4
상대수익률(KOSPI)	-25.1	-38.3	-57.9	-108.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	74,717	81,138	78,202	83,770
영업이익	23	223	1,651	2,459
EBITDA	2,478	3,451	5,127	6,264
지배주주순이익	-2,260	-1,436	-453	93
EPS	-14,978	-8,681	-2,748	549
순차입금	31,534	32,160	36,664	37,813
PER	-7.5	-15.2	-38.4	192.2
PBR	0.7	0.9	0.7	0.7
EV/EBITDA	19.6	15.1	10.6	8.9
배당수익률	1.8	1.5	1.9	1.9
ROE	-9.6	-5.7	-1.8	0.4

주가 추이



4Q25 OP 2,846억 원 전망(vs. 컨센서스 2,939억 원)

SK이노베이션의 4분기 실적은 매출액 20.2조 원, 영업이익 2,846억 원으로 추정된다. 정유 부문 실적은 견조하게 유지되나, 배터리 부문의 회복 가시성은 여전히 요원하다.

1) 배터리(OP -3,244 억 원, QoQ -1,996억 원): 4분기 출하량 QoQ 13% 하락 전망. 미국 판매량 QoQ 40% 하락, 이 외 지역에서도 5% 하락 추정. 이에 따른 AMPC도 1,044억 원으로 축소, 미국 전기차 보조금 축소 및 유럽 높은 기저효과 영향

2) 정유(OP 3,685 억 원, QoQ +643억 원): 유가 하락에 따른 재고평가손실(372억 원)에도 견조한 정제마진(복합 정제마진 기준 QoQ +\$4.9/b)에 힘입어 수익성 개선. 다만, 1분기에는 유가 및 정제마진이 재차 하락하며 수익성도 소폭 축소될 것으로 전망

3) 화학(OP -342 억 원, QoQ + 26억 원): 벤젠/톨루엔 등 전반적인 화학 제품 스프레드는 하락했으나, 동사 내 비중이 가장 높은 PX 스프레드가 소폭 개선되었고, 운영 효율화 등으로 수익성 소폭 개선 추정

4) 윤활(OP 1,885 억 원, QoQ + 179억 원): 4분기 계절적 비수기임에도 원재료 가격이 하락하며 윤활기유 스프레드 확대되어 수익성 개선

5) E&S(OP 1,115 억 원, QoQ -1,439억 원): 계절적 요인으로 전력 부문 비수기 진입과 SMP가 QoQ 하락(3Q25 124원/kWh → 4Q25 96원/kWh)하며 수익성 축소

목표주가 12만 원, 투자의견 HOLD 유지

복합 정제마진은 1분기 들어 재차 하락(4 Q25 \$14.4/b → 1Q25 \$12.1/b)했으나, EU/미국의 러시아/이란 제재 및 수급 안정화를 고려하면 정제마진은 2026년에도 높은 수준 유지될 것으로 전망. PX 스프레드는 1Q25 큰 폭 개선되며 화학 부문 흑자 전환 기대. 다만, 배터리 부문은 포드와의 미국 JV를 정리하며 켄터키 공장 관련 감가비 부담은 줄어들었으나, 완성차 업체들의 전동화 전략이 조정되며 출하량 및 수익성 회복은 요원. 목표주가와 투자의견 HOLD 유지

[표1] SK이노베이션 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	21,147	19,307	20,533	20,152	20,510	18,230	19,149	20,313	74,717	81,138	78,202	83,770
QoQ/YoY(%)	9%	-9%	6%	-2%	2%	-11%	5%	6%	-3%	9%	-4%	7%
영업이익	-45	-418	574	285	284	291	631	445	316	396	1,651	2,459
영업이익률(%)	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.4%	1.4%	1.6%	3.3%	2.2%	0.4%	0.5%	2.1%	2.9%
EBITDA	752	379	1,367	1,096	1,130	1,162	1,504	1,331	2,770	3,594	5,127	6,264
EBITDAM(%)	3.6%	2.0%	6.7%	5.4%	5.5%	6.4%	7.9%	6.6%	3.7%	4.4%	6.6%	7.5%
정유												
매출액	11,918	11,119	12,442	11,556	10,764	10,622	11,001	11,002	49,840	47,035	43,388	45,004
영업이익	36	-466	304	368	210	256	502	352	461	243	1,321	1,256
영업이익률(%)	0.3%	-4.2%	2.4%	3.2%	2.0%	2.4%	4.6%	3.2%	0.9%	0.5%	3.0%	2.8%
화학												
매출액	2,477	2,269	2,415	2,404	2,404	2,415	2,459	2,489	10,352	9,565	9,767	9,739
영업이익	-114	-119	-37	-34	21	54	51	48	125	-304	175	273
영업이익률(%)	-4.6%	-5.2%	-1.5%	-1.4%	0.9%	2.3%	2.1%	1.9%	1.2%	-3.2%	1.8%	2.8%
운활기유												
매출액	972	894	981	981	947	873	928	942	4,235	3,827	3,690	3,934
영업이익	121	135	171	188	155	139	156	156	687	615	607	633
영업이익률(%)	12.5%	15.1%	17.4%	19.2%	16.4%	15.9%	16.8%	16.6%	16.2%	16.1%	16.4%	16.1%
석유개발												
매출액	383	342	320	310	292	284	295	299	1,477	1,355	1,170	1,184
영업이익	120	109	89	72	72	70	73	74	573	391	290	285
영업이익률(%)	31.4%	31.9%	27.9%	23.3%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	38.8%	28.8%	24.8%	24.1%
배터리												
매출액	1,605	2,108	1,808	1,659	1,535	1,539	1,592	1,730	6,267	7,180	6,396	8,210
영업이익	-299	-66	-125	-324	-337	-344	-299	-252	-1,127	-815	-1,232	-629
영업이익률(%)	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-19.6%	-21.9%	-22.4%	-18.8%	-14.6%	-18.0%	-11.3%	-19.3%	-7.7%
영업이익(ex-AMPC)	-470	-340	-298	-429	-417	-428	-415	-391	-1,419	-1,537	-1,652	-1,458
AMPC	171	273	173	104	80	84	116	139	292	722	420	829
소재												
매출액	39	31	40	50	37	45	34	36	193	160	151	170
영업이익	-102	-125	-84	-97	-66	-63	-59	-61	-527	-409	-248	-275
영업이익률(%)	-264%	-406%	-213%	-193%	-179%	-140%	-176%	-169%	-273%	-256%	-164%	-162%
E&S												
매출액	3,752	2,545	2,528	3,191	4,532	2,452	2,840	3,817	2,354	12,016	13,640	15,528
영업이익	193	115	255	111	227	178	207	127	123	675	740	915
영업이익률(%)	5.1%	4.5%	10.1%	3.5%	5.0%	7.3%	7.3%	3.3%	5.2%	5.6%	5.4%	5.9%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	77,288	74,717	81,138	78,202	83,770
매출총이익	5,014	4,039	4,013	4,967	6,011
영업이익	1,287	23	223	1,651	2,459
EBITDA	3,317	2,478	3,451	5,127	6,264
순이자손익	-742	-1,095	-1,254	-1,368	-1,368
외화관련손익	-102	-374	343	0	0
지분법손익	125	-352	9	-251	-250
세전계속사업손익	932	-2,380	-1,946	-637	-80
당기순이익	555	-2,372	-1,595	-483	84
지배주주순이익	256	-2,260	-1,436	-453	93
증가율(%)					
매출액	-1.0	-3.3	8.6	-3.6	7.1
영업이익	-67.1	-98.2	863.2	640.9	49.0
EBITDA	-41.9	-25.3	39.3	48.6	22.2
순이익	-70.7	적전	적지	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	6.5	5.4	4.9	6.4	7.2
영업이익률	1.7	0.0	0.3	2.1	2.9
EBITDA 이익률	4.3	3.3	4.3	6.6	7.5
세전이익률	1.2	-3.2	-2.4	-0.8	-0.1
순이익률	0.7	-3.2	-2.0	-0.6	0.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	5,368	2,233	4,132	-490	4,021
당기순이익	555	-2,372	-1,595	-483	84
자산상각비	2,030	2,455	3,228	3,476	3,805
운전자본증감	3,766	1,674	1,082	-2,223	-188
매출채권 감소(증가)	162	1,606	831	-2,282	-713
재고자산 감소(증가)	1,144	1,815	1,417	-72	-648
매입채무 증가(감소)	-1,897	-4,957	-2,365	131	1,173
투자현금흐름	-11,244	-7,295	-6,051	-3,710	-4,868
유형자산처분(취득)	-11,217	-9,956	-5,839	-4,692	-4,189
무형자산 감소(증가)	-218	-175	-195	-280	-280
투자자산 감소(증가)	1,262	242	-162	-30	-31
재무현금흐름	9,490	7,327	-455	-2,334	-3,334
차입금의 증가(감소)	3,128	5,180	-1,593	-2,000	-3,000
자본의 증가(감소)	823	-648	1,702	-334	-334
배당금의 지급	314	314	298	334	334
총현금흐름	3,258	2,170	3,995	1,733	4,209
(-)운전자본증감(감소)	-3,689	-1,468	-116	2,223	188
(-)설비투자	11,238	10,028	5,892	4,692	4,189
(+)자산매각	-197	-103	-142	-280	-280
Free Cash Flow	-4,488	-6,493	-1,923	-5,462	-448
(-)기타투자	994	-2,801	-1,112	-1,292	368
잉여현금	-5,482	-3,692	-811	-4,170	-816
NOPLAT	766	17	162	1,197	1,783
(+) Dep	2,030	2,455	3,228	3,476	3,805
(-)운전자본투자	-3,689	-1,468	-116	2,223	188
(-)Capex	11,238	10,028	5,892	4,692	4,189
OpFCF	-4,753	-6,089	-2,387	-2,242	1,211

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	33,280	36,318	32,165	28,069	25,337
현금성자산	13,522	16,321	14,085	7,582	3,433
매출채권	7,819	8,567	7,735	10,018	10,731
재고자산	11,123	10,336	9,031	9,104	9,752
비유동자산	47,556	74,212	73,952	73,946	74,728
투자자산	9,410	14,555	14,019	12,475	12,593
유형자산	35,843	56,720	56,947	58,205	58,589
무형자산	2,302	2,938	2,986	3,266	3,546
자산총계	80,836	110,530	106,117	102,016	100,065
유동부채	29,399	37,726	34,469	34,654	35,883
매입채무	17,320	18,689	16,342	16,473	17,646
유동성이자부채	11,637	18,256	16,801	16,801	16,801
비유동부채	21,416	33,156	32,461	28,961	26,021
비유동이자부채	19,413	29,599	29,445	27,445	24,445
부채총계	50,816	70,881	66,930	63,614	61,904
자본금	510	786	876	876	876
자본잉여금	10,396	12,747	14,979	14,979	14,979
이익잉여금	11,253	8,231	6,431	5,645	5,404
자본조정	45	2,877	2,773	2,773	2,773
자기주식	-878	-418	-377	-377	-377
자본총계	30,020	39,649	39,188	38,401	38,161

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	2,546	-14,978	-8,681	-2,748	549
BPS	217,879	161,813	151,240	146,622	145,210
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000
CFPS	31,967	14,250	23,459	10,174	24,714
ROA(%)	0.3	-2.4	-1.3	-0.4	0.1
ROE(%)	1.2	-9.6	-5.7	-1.8	0.4
ROIC(%)	2.0	0.0	0.3	1.9	2.7
Multiples(x, %)					
PER	55.1	-7.5	-15.2	-38.4	192.2
PBR	0.6	0.7	0.9	0.7	0.7
PSR	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
PCR	4.4	7.9	5.6	10.4	4.3
EV/EBITDA	9.6	19.6	15.1	10.6	8.9
배당수익률	n/a	1.8	1.5	1.9	1.9
안정성(%)					
부채비율	169.3	178.8	170.8	165.7	162.2
Net debt/Equity	58.4	79.5	82.1	95.5	99.1
Net debt/EBITDA	528.5	1,272.7	931.9	715.1	603.7
유동비율	113.2	96.3	93.3	81.0	70.6
이자보상배율(배)	1.1	0.0	0.1	0.9	1.4
자산구조(%)					
투하자본	64.2	66.5	68.7	76.6	80.6
현금+투자자산	35.8	33.5	31.3	23.4	19.4
자본구조(%)					
차입금	50.8	54.7	54.1	53.5	51.9
자기자본	49.2	45.3	45.9	46.5	48.1

[Compliance Notice]

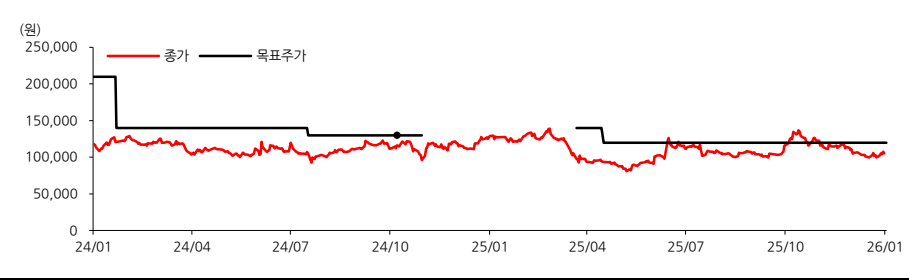
(공표일: 2026년 01월 19일)

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]

일시	2016.08.12	2024.01.17	2024.02.07	2024.04.30	2024.07.19	2024.08.02
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		210,000	140,000	140,000	140,000	130,000
일시	2025.04.07	2025.04.07	2025.05.02	2025.06.30	2025.08.01	2025.11.03
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격	이용욱	140,000	120,000	120,000	120,000	120,000
일시	2025.12.02	2026.01.19				
투자의견	Hold	Hold				
목표가격	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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%