



SK이노베이션 (096770)

배터리 부진을 상쇄한 전통산업

▶ 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(1/28)	108,200원
상승여력	▲10.9%
시가총액	182,915억원
발행주식수	169,053천주
52 주 최고가 / 최저가	139,200 / 81,100원
90 일 일평균 거래대금	396.1억원
외국인 지분율	12.6%

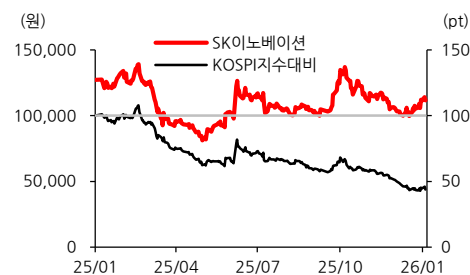
주주 구성	
SK (외 13 인)	52.1%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
자사주 (외 1 인)	2.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.7	-18.0	-4.7	-14.9
상대수익률(KOSPI)	-20.5	-47.0	-65.8	-118.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	74,717	80,658	78,320	84,737
영업이익	23	233	1,271	2,244
EBITDA	2,478	3,461	4,744	6,047
지배주주순이익	-2,260	-3,216	-459	97
EPS	-14,978	-19,426	-2,786	569
순차입금	31,534	33,897	38,450	39,677
PER	-7.5	-6.8	-38.8	190.2
PBR	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	19.6	15.6	12.0	9.6
배당수익률	1.8	1.5	1.8	1.8
ROE	-9.6	-13.2	-1.9	0.4

주가 추이



4분기: 정유화학 서프 vs 배터리 부진

동사의 4분기 영업이익은 2,947억 원으로 당사 추정치(2,846억 원)에 부합했다. 배터리 부문은 영업적자 4,414억 원으로 추정치를 하회했는데, 북미/아시아 지역 중심으로 판매량이 QoQ 20% 하락한 것으로 추정되기 때문이다. 반면, 정유부문은 1,167억 원의 재고평가손실에도 불구하고 실질적인 정제마진이 개선(QoQ +\$2/b 추정)되며 기대치를 크게 상회했고, 화학 부문도 운영 효율화를 통해 적자가 개선됐다. E&P 부문 실적은 유가가 예상보다 강하게 유지되며 추정치를 소폭 상회했고, E&S 실적은 낮아진 추정치에 부합했다.

1분기: 전통 산업 강세 지속

동사의 1분기 실적으로 영업이익 3,812억 원을 전망한다. 정유 부문 영업이익은 4,119억 원으로 복합정제마진이 QoQ \$2.5/b 하락하고 750억 원의 재고평가손실이 예상되나, 래깅 효과 및 높은 수준의 정제마진이 지속되며 수익성도 높게 유지될 전망이다. 화학 부문도 PX 스프레드가 1분기 급격히 개선된 영향으로 영업이익이 560억 원으로 큰 폭의 흑자전환이 기대된다. E&S도 겨울 한파 영향으로 성수기 효과가 극대화될 것으로 기대된다. 다만, 배터리는 1분기에도 출하량이 1% 추가 감소가 예상되어 수익성 개선은 제한적일 전망이다.

목표주가 12만 원, 투자의견 HOLD 유지

정유 사이클은 긍정적이다. 2028년까지 수요 증가분이 공급 증가분을 초과하는 사이클에 진입하여 당분간 견조한 흐름이 이어질 것이다. 화학 부문 역시 정유사들은 PX 비중이 높아, 흑자전환과 함께 빠른 턴어라운드 가능하다. 관건은 배터리다. 동사는 중국과 미국에서의 JV 청산, 라인 전환 등 Asset Light와 효율화를 통해 재무 건전성을 확보하며 배터리 융합 정상화까지 시간을 벌고 있으나, 낮은 회복 가시성은 여전히 고질적인 리스크 요인이다. 한편, 동사는 '전기 사업자'로의 비전을 제시했다. 글로벌 전력 수요가 꾸준히 증가하는 시점에서, 강점인 LNG 밸류체인과 연계하여 전력 생산부터 솔루션까지 사업을 확장하는 것은 수익성과 성장성을 확보하는데 바람직한 바람이라 판단한다.

[표1] SK이노베이션 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	21,147	19,307	20,419	19,671	20,206	18,485	19,138	20,491	74,717	80,543	78,320	84,737
QoQ/YoY(%)	9%	-9%	6%	-4%	3%	-9%	4%	7%	-3%	8%	-3%	8%
영업이익	-45	-418	586	295	381	292	350	248	316	418	1,271	2,244
영업이익률(%)	-0.2%	-2.2%	2.9%	1.5%	1.9%	1.6%	1.8%	1.2%	0.4%	0.5%	1.6%	2.6%
EBITDA	752	379	1,367	1,106	1,227	1,162	1,222	1,134	2,770	3,604	4,744	6,047
EBITDAM(%)	3.6%	2.0%	6.7%	5.6%	6.1%	6.3%	6.4%	5.5%	3.7%	4.5%	6.1%	7.1%
정유												
매출액	11,918	11,119	12,442	11,711	11,122	10,957	11,096	11,273	49,840	47,190	44,447	46,462
영업이익	36	-466	304	475	412	362	284	247	461	349	1,305	1,398
영업이익률(%)	0.3%	-4.2%	2.4%	4.1%	3.7%	3.3%	2.6%	2.2%	0.9%	0.7%	2.9%	3.0%
화학												
매출액	2,477	2,269	2,301	2,121	2,399	2,408	2,448	2,471	10,352	9,168	9,727	9,707
영업이익	-114	-119	-25	-9	56	59	49	49	125	-266	213	259
영업이익률(%)	-4.6%	-5.2%	-1.1%	-0.4%	2.3%	2.5%	2.0%	2.0%	1.2%	-2.9%	2.2%	2.7%
유탄기유												
매출액	972	894	981	990	991	897	954	970	4,235	3,836	3,813	4,035
영업이익	121	135	171	181	171	129	173	132	687	608	604	607
영업이익률(%)	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	17.2%	14.3%	18.1%	13.6%	16.2%	15.8%	15.9%	15.0%
석유개발												
매출액	383	342	320	323	329	298	320	337	1,477	1,368	1,285	1,337
영업이익	120	109	89	81	85	77	83	87	573	400	332	337
영업이익률(%)	31.4%	31.9%	27.9%	25.1%	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%	38.8%	29.2%	25.8%	25.2%
배터리												
매출액	1,605	2,108	1,808	1,457	1,458	1,384	1,462	1,704	6,267	6,978	6,008	8,604
영업이익	-299	-66	-125	-441	-433	-461	-406	-325	-1,127	-932	-1,626	-928
영업이익률(%)	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-30.3%	-29.7%	-33.4%	-27.7%	-19.1%	-18.0%	-13.4%	-27.1%	-10.8%
영업이익(ex-AMPC)	-470	-340	-298	-543	-514	-548	-523	-495	-1,419	-1,651	-2,081	-1,769
AMPC	171	273	173	101	81	87	117	170	292	719	456	841
소재												
매출액	39	31	40	31	37	45	33	36	193	141	150	169
영업이익	-102	-125	-84	-110	-65	-62	-58	-70	-527	-421	-255	-280
영업이익률(%)	-264%	-406%	-213%	-349%	-178%	-139%	-175%	-195%	-273%	-299%	-170%	-166%
E&S												
매출액	3,752	2,545	2,528	3,038	3,871	2,496	2,824	3,700	2,354	11,863	12,891	14,422
영업이익	193	115	255	118	156	189	225	129	123	681	698	850
영업이익률(%)	5.1%	4.5%	10.1%	3.9%	4.0%	7.6%	8.0%	3.5%	5.2%	5.7%	5.4%	5.9%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	77,288	74,717	80,658	78,320	84,737
매출총이익	5,014	4,039	3,996	4,564	5,807
영업이익	1,287	23	233	1,271	2,244
EBITDA	3,317	2,478	3,461	4,744	6,047
순이자손익	-742	-1,095	-1,254	-1,108	-1,108
외화관련손익	-102	-374	343	0	0
지분법손익	125	-352	-3,978	-251	-324
세전계속사업손익	932	-2,380	-5,887	-644	-67
당기순이익	555	-2,372	-5,406	-483	96
지배주주순이익	256	-2,260	-3,216	-459	97
증가율(%)					
매출액	-1.0	-3.3	8.0	-2.9	8.2
영업이익	-67.1	-98.2	906.7	446.0	76.5
EBITDA	-41.9	-25.3	39.7	37.1	27.5
순이익	-70.7	적전	적지	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	6.5	5.4	5.0	5.8	6.9
영업이익률	1.7	0.0	0.3	1.6	2.6
EBITDA 이익률	4.3	3.3	4.3	6.1	7.1
세전이익률	1.2	-3.2	-7.3	-0.8	-0.1
순이익률	0.7	-3.2	-6.7	-0.6	0.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금흐름	5,368	2,233	6,350	-533	4,066
당기순이익	555	-2,372	-5,406	-483	96
자산상각비	2,030	2,455	3,228	3,473	3,803
운전자본증감	3,766	1,674	1,092	-2,256	-218
매출채권 감소(증가)	162	1,606	1,016	-2,554	-828
재고자산 감소(증가)	1,144	1,815	1,633	-367	-752
매입채무 증가(감소)	-1,897	-4,957	-2,755	665	1,361
투자현금흐름	-11,244	-7,295	-10,005	-3,717	-4,990
유형자산처분(취득)	-11,217	-9,956	-5,806	-4,699	-4,237
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	6,203	1,723	4,284
(-)운전자본증감(감소)	-3,689	-1,468	-126	2,256	218
(-)설비투자	11,238	10,028	5,859	4,699	4,237
(+)자산매각	-197	-103	-142	-280	-280
Free Cash Flow	-4,488	-6,493	328	-5,512	-451
(-)기타투자	994	-2,801	2,876	-1,292	442
잉여현금	-5,482	-3,692	-2,547	-4,220	-893
NOPLAT	766	17	169	922	1,627
(+) Dep	2,030	2,455	3,228	3,473	3,803
(-)운전자본투자	-3,689	-1,468	-126	2,256	218
(-)Capex	11,238	10,028	5,859	4,699	4,237
OpFCF	-4,753	-6,089	-2,336	-2,561	975

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	33,280	36,318	30,029	26,451	23,860
현금성자산	13,522	16,321	12,349	5,796	1,569
매출채권	7,819	8,567	7,551	10,105	10,933
재고자산	11,123	10,336	8,816	9,183	9,936
비유동자산	47,556	74,212	73,919	73,923	74,755
투자자산	9,410	14,555	14,019	12,475	12,593
유형자산	35,843	56,720	56,914	58,182	58,616
무형자산	2,302	2,938	2,986	3,266	3,546
자산총계	80,836	110,530	103,948	100,374	98,615
유동부채	29,399	37,726	34,079	34,798	36,215
매입채무	17,320	18,689	15,953	16,617	17,979
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	66,540	63,758	62,237
자본금	510	786	876	876	876
자본잉여금	10,396	12,747	14,979	14,979	14,979
이익잉여금	11,253	8,231	4,651	3,859	3,622
자본조정	45	2,877	2,773	2,773	2,773
자기주식	-878	-418	-377	-377	-377
자본총계	30,020	39,649	37,408	36,615	36,378

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당지표					
EPS	2,546	-14,978	-19,426	-2,786	569
BPS	217,879	161,813	140,790	136,134	134,742
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000
CFPS	31,967	14,250	36,424	10,117	25,155
ROA(%)	0.3	-2.4	-3.0	-0.4	0.1
ROE(%)	1.2	-9.6	-13.2	-1.9	0.4
ROIC(%)	2.0	0.0	0.3	1.4	2.5
Multiples(x, %)					
PER	55.1	-7.5	-6.8	-38.8	190.2
PBR	0.6	0.7	0.9	0.8	0.8
PSR	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
PCR	4.4	7.9	3.6	10.7	4.3
EV/EBITDA	9.6	19.6	15.6	12.0	9.6
배당수익률	n/a	1.8	1.5	1.8	1.8
안정성(%)					
부채비율	169.3	178.8	177.9	174.1	171.1
Net debt/Equity	58.4	79.5	90.6	105.0	109.1
Net debt/EBITDA	528.5	1,272.7	979.3	810.5	656.1
유동비율	113.2	96.3	88.1	76.0	65.9
이자보상배율(배)	1.1	0.0	0.1	0.8	1.5
자산구조(%)					
투하자본	64.2	66.5	70.1	78.2	82.4
현금+투자자산	35.8	33.5	29.9	21.8	17.6
자본구조(%)					
차입금	50.8	54.7	55.3	54.7	53.1
자기자본	49.2	45.3	44.7	45.3	46.9

[Compliance Notice]

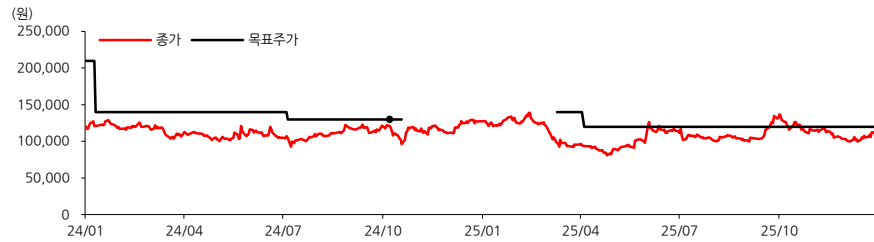
(공표일: 2026년 01월 29일)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK이노베이션 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.02.07	2024.04.30	2024.07.19	2024.08.02	2025.04.07
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격		140,000	140,000	140,000	130,000	이용욱
일 시	2025.04.07	2025.05.02	2025.06.30	2025.08.01	2025.11.03	2025.12.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	140,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2026.01.19	2026.01.29				
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 추정치에 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%