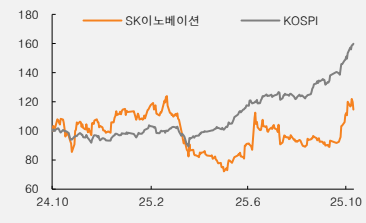


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 156,000원
현재주가(25/10/31)	128,900원
상승여력	21.0%

영업이익(25F,십억원)	742
Consensus 영업이익(25F,십억원)	-70
EPS 성장률(25F,%)	적지
MKT EPS 성장률(25F,%)	29.6
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	14.6
KOSPI	4,107.50
시가총액(십억원)	21,791
발행주식수(백만주)	169
유동주식비율(%)	33.6
외국인 보유비중(%)	12.8
베타(12M) 일간수익률	1.65
52주 최저가(원)	81,100
52주 최고가(원)	139,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	28.3	36.5	9.8
상대주가	6.9	-15.0	-31.7



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김철중

chuljoong.kim@miraeasset.com

SK이노베이션

ESS로 배터리 포트폴리오 강화

목표주가 15.6만원으로 상향. 매수 의견 유지

SK이노베이션의 목표주가를 11.6만원에서 15.6만원으로 상향 조정하고, 매수 의견을 유지한다. 목표주가 상향 요인은 정유 및 배터리 부문의 실적 전망치 상향 및 순차입금 감소다. 정제마진은 23년 9월 이래 최고치를 경신하는 강세를 보여주고 있으며, 난방 수요까지 해당 강세가 이어질 전망이다. 배터리 역시 ESS 수주를 통해 사업 포트폴리오가 강화될 전망이다. 순차입금도 3Q 기준, 28.8조원으로 전분기 대비 4조원 이상 감소해 재무건전성을 강화 중이다. 단기적으로는 실적 변동성이 있을 수 있지만, 장기적인 관점에서는 동사의 개선 방향성이 명확해보인다.

3Q25 Review: 정유 호실적으로 컨센서스 대폭 상회

동사의 3Q25 영업이익은 5,735억원으로 컨센서스를 127% 상회했다. 컨센을 대폭 상회한 요인은 정유 부문의 호실적 덕분이다. 동사는 컨콜에서 미국의 드라이빙 시즌으로 인한 타이탄 수급과 전분기말 대비 상승한 유가를 호실적의 이유로 언급했다. 그 외에도 당사 전망에 따른 정제설비의 순증설 부족과 견조했던 수요도 영향이 컸을 것으로 예상된다. SK온은 합병법인 기준 영업이익 179억원, 배터리사업 부문 기준 -1,248억원을 기록했다. 전분기 대비해서는 악화된 실적이지만, 지난 4Q24나 1Q25 대비해서는 높아진 이익 체력을 보여주었다.

4Q25 Preview: 3분기에 이어 선전할 정유

동사의 4Q25 영업이익은 6,311억원으로 전분기 대비 약 10% 증익될 전망이다. 4분기의 호실적 전망 역시 정유 실적 개선에 기인한다. 정유 부문 영업이익은 5,615억원으로 전분기 대비 85% 증가할 것으로 예상된다. 당사는 시장 예상치와는 다르게, 정제설비 부족 및 난방 수요 증가로 인해 유가가 크게 하락하지 않을 것으로 예상한다(4분기 두바이 평균 66달러 예상). 배터리 부문은 미국 수요 부진과 신규 공장 초기 비용 부담 등 4분기 실적은 둔화되며 영업손익 -2,340억원(합병법인 160억원)을 전망한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	77,288	74,717	80,857	77,468	86,606
영업이익 (십억원)	1,904	315	742	1,597	3,198
영업이익률 (%)	2.5	0.4	0.9	2.1	3.7
순이익 (십억원)	256	-2,260	-874	310	1,502
EPS (원)	2,624	-21,236	-5,501	1,818	8,818
ROE (%)	1.2	-9.6	-3.8	1.4	7.0
P/E (배)	53.5	-	-	70.9	14.6
P/B (배)	0.6	0.7	1.0	1.0	1.0
배당수익률 (%)	0.0	1.8	3.7	3.7	3.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. SK이노베이션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	전체	18,855.1	18,799.1	17,657.0	19,405.7	21,146.6	19,306.6	20,533.2	19,870.2	74,716.9	80,856.6	77,468.1
	정유	12,854.8	13,164.0	12,134.3	11,686.8	11,918.1	11,118.7	12,442.1	10,676.8	49,839.9	46,155.7	42,288.4
	화학	2,759.0	2,594.0	2,625.3	2,373.4	2,477.0	2,268.6	2,415.2	2,458.2	10,351.7	9,619.0	10,342.7
	유탄기유	1,137.3	1,062.5	1,064.9	970.7	972.2	893.8	980.5	1,128.5	4,235.4	3,975.0	4,254.9
	E&P	370.1	371.9	355.5	379.2	383.1	341.7	320.0	347.5	1,476.7	1,392.3	1,487.0
	E&S	3,450.3	2,210.3	2,529.8	3,135.0	3,752.1	2,545.3	2,527.8	3,448.5	11,325.4	12,273.7	11,046.3
	SKON	1,683.6	1,553.5	1,430.8	1,598.7	1,605.4	2,107.7	1,807.9	1,771.0	6,266.6	7,292.0	7,890.0
	기타	50.3	53.2	46.2	43.2	38.7	30.8	39.7	39.7	192.9	148.9	158.8
영업이익	전체	624.7	-45.8	-423.3	159.9	-44.6	-417.6	573.5	631.1	315.5	742.4	1,596.8
	정유	591.1	144.2	-616.6	342.4	36.3	-466.3	304.2	561.5	461.1	435.7	646.8
	화학	124.5	99.4	-14.4	-84.2	-114.3	-118.6	-36.8	-81.5	125.3	-351.2	-69.6
	유탄기유	220.4	152.4	174.4	139.5	121.4	134.6	170.6	176.5	686.7	603.1	704.2
	E&P	154.4	142.1	131.1	145.8	120.4	109.0	89.3	121.6	573.4	440.3	520.5
	E&S	457.1	192.8	351.6	114.2	193.1	115.0	255.4	206.9	1,115.7	770.4	888.9
	SKON	-331.5	-460.1	24.0	-359.4	-299.3	-66.4	-124.8	-233.9	-1,127.0	-724.4	-613.9
	기타	-134.2	-123.8	-121.8	-147.6	-102.2	-124.9	-84.4	-120.0	-527.4	-431.5	-480.0
세전이익		18.2	-527.6	-729.6	-1,140.8	-332.4	-1,260.8	67.8	336.4	-2,379.8	-1,188.9	417.8
순이익(지배)		-72.6	-572.9	-616.5	-997.9	-229.0	-772.2	-69.5	196.3	-2,260.0	-874.3	309.6

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

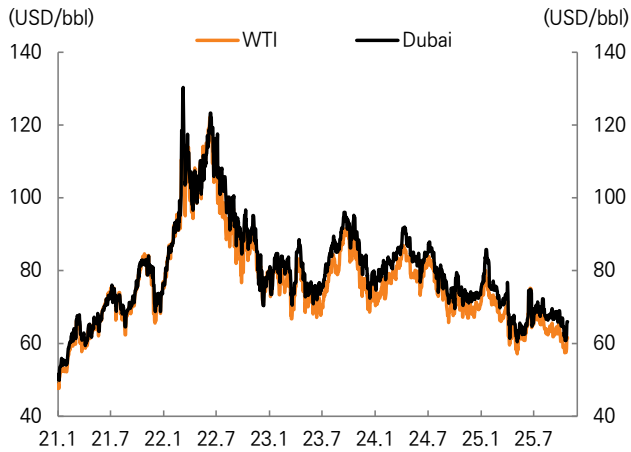
표 2. SK이노베이션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

		12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	
사업 가치	정유	1,162.4	7.4	8,602.0	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	화학	108.6	6.0	651.9	국내 화학사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	유탄유	785.5	7.4	5,812.5	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	E&P	607.0	7.4	4,491.8	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	E&S	1,605.3	6.0	9,631.6	12MF EBITDA * 밸류에이션 LNG 관련 기업 25F EV/EBITDA 적용
	SK ON	2,418.3	10.0	24,279.5	27년 EBITDA * EV/EBITDA 11배.
	계			53,469.4	
				27,000.0	26년말 순차입금 예상
				99.7	
				26,369.6	
				169.1	
				155,985	목표주가 15.6만원 산출

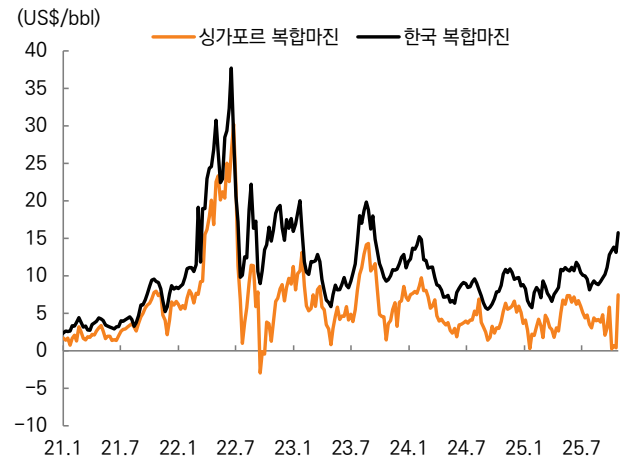
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 정제마진 추이



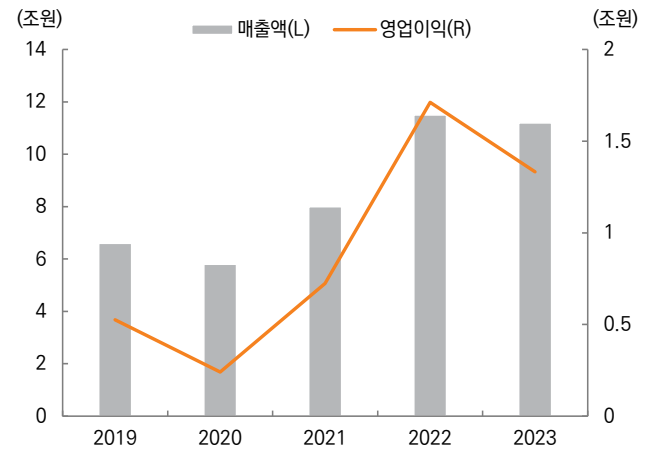
자료: 페트로넷, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. PX 스프레드 추이



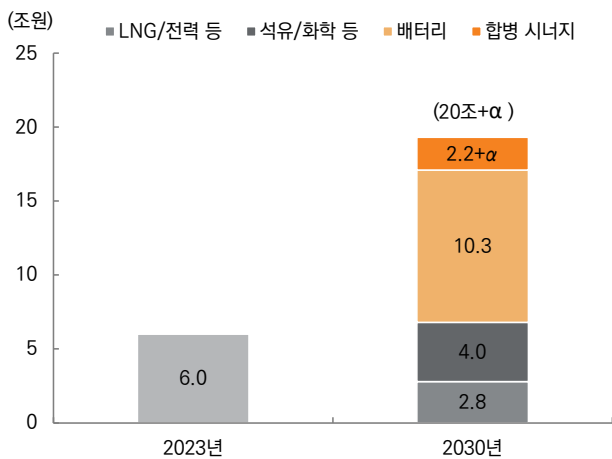
자료: Ciscchem, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. SK E&S 매출액 및 영업이익 추이



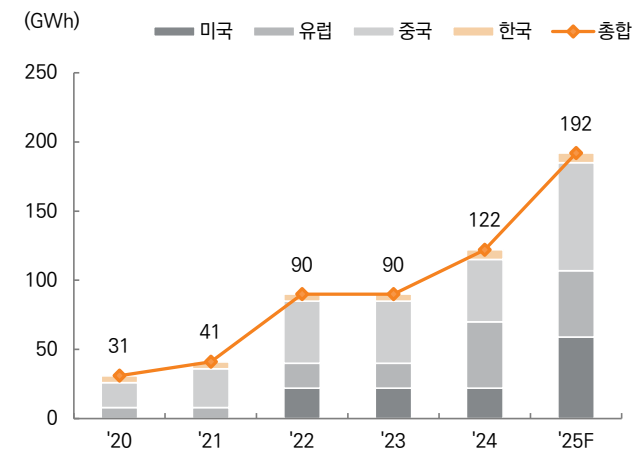
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. SK이노베이션 2030년 EBITDA 목표



자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. SKON 생산능력 증설 계획



자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	74,717	80,857	77,468	86,606
매출원가	70,678	76,084	71,397	78,933
매출총이익	4,039	4,773	6,071	7,673
판매비와관리비	4,016	4,474	4,474	4,474
조정영업이익	315	742	1,597	3,198
영업이익	315	742	1,597	3,198
비영업손익	-2,695	-1,931	-1,179	-1,171
금융손익	-1,100	-1,266	-1,267	-1,260
관계기업등 투자손익	-430	32	80	80
세전계속사업손익	-2,380	-1,189	418	2,027
계속사업법인세비용	-7	-201	92	446
계속사업이익	-2,372	-988	326	1,581
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-2,372	-988	326	1,581
지배주주	-2,260	-874	310	1,502
비지배주주	-113	-114	16	79
총포괄이익	1,016	-3,027	326	1,581
지배주주	12	-2,501	253	1,229
비지배주주	1,004	-526	73	352
EBITDA	2,478	3,511	4,802	6,301
FCF	-7,795	-2,255	991	2,826
EBITDA 마진율 (%)	3.3	4.3	6.2	7.3
영업이익률 (%)	0.4	0.9	2.1	3.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.0	-1.1	0.4	1.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	36,318	31,482	31,863	35,025
현금 및 현금성자산	15,865	10,985	10,969	11,924
매출채권 및 기타채권	8,299	8,512	8,677	9,593
재고자산	10,336	10,124	10,320	11,410
기타유동자산	1,818	1,861	1,897	2,098
비유동자산	74,212	73,120	72,598	72,516
관계기업투자등	8,818	9,029	9,204	10,176
유형자산	56,720	55,712	55,323	54,494
무형자산	2,938	2,772	2,455	2,181
자산총계	110,530	104,602	104,462	107,541
유동부채	37,726	37,031	37,292	39,195
매입채무 및 기타채무	16,045	14,949	15,238	16,847
단기금융부채	18,256	18,576	18,479	18,396
기타유동부채	3,425	3,506	3,575	3,952
비유동부채	33,156	33,863	33,933	34,325
장기금융부채	29,599	30,221	30,221	30,221
기타비유동부채	3,557	3,642	3,712	4,104
부채총계	70,881	70,894	71,225	73,520
지배주주지분	24,642	21,646	21,159	21,863
자본금	786	786	786	786
자본잉여금	12,747	12,662	12,662	12,662
이익잉여금	8,231	7,039	6,552	7,256
비지배주주지분	15,007	12,062	12,078	12,157
자본총계	39,649	33,708	33,237	34,020

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,233	3,154	3,491	4,826
당기순이익	-2,372	-988	326	1,581
비현금수익비용가감	4,543	4,854	4,261	4,504
유형자산감가상각비	2,125	2,858	2,889	2,829
무형자산상각비	330	355	317	274
기타	2,088	1,641	1,055	1,401
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	1,674	767	40	223
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1,606	-858	-135	-752
재고자산 감소(증가)	1,815	62	-196	-1,090
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4,957	-626	166	922
법인세납부	-586	-538	-92	-446
투자활동으로 인한 현금흐름	-7,295	-5,187	-2,518	-2,099
유형자산처분(취득)	-9,956	-5,379	-2,500	-2,000
무형자산감소(증가)	-175	-63	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-214	-21	-18	-99
기타투자활동	3,050	276	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	7,327	-1,565	-894	-880
장단기금융부채의 증가(감소)	16,805	942	-97	-83
자본의 증가(감소)	2,628	-84	0	0
배당금의 지급	-314	-811	-797	-797
기타재무활동	-11,792	-1,612	0	0
현금의 증가	2,791	-4,880	-16	955
기초현금	13,074	15,865	10,985	10,969
기말현금	15,865	10,985	10,969	11,924

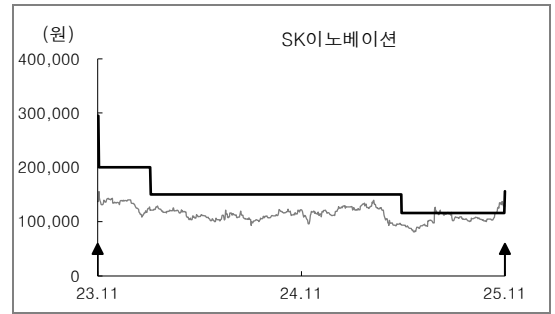
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	70.9	14.6
P/CF (x)	5.5	5.3	4.8	3.6
P/B (x)	0.7	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	25.6	20.3	14.8	11.1
EPS (원)	-21,236	-5,501	1,818	8,818
CFPS (원)	20,391	24,324	26,932	35,732
BPS (원)	164,556	129,561	126,697	130,832
DPS (원)	2,000	4,800	4,800	4,800
배당성향 (%)	-12.4	-80.5	244.0	50.3
배당수익률 (%)	1.8	4.6	4.6	4.6
매출액증가율 (%)	-3.3	8.2	-4.2	11.8
EBITDA증가율 (%)	-25.3	41.7	36.8	31.2
조정영업이익증가율 (%)	-83.4	135.3	115.1	100.3
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	385.1
매출채권 회전율 (회)	11.5	11.5	11.0	11.6
재고자산 회전율 (회)	7.0	7.9	7.6	8.0
매입채무 회전율 (회)	7.7	8.2	8.3	8.6
ROA (%)	-2.5	-0.9	0.3	1.5
ROE (%)	-9.6	-3.8	1.4	7.0
ROIC (%)	0.6	0.8	2.0	4.2
부채비율 (%)	178.8	210.3	214.3	216.1
유동비율 (%)	96.3	85.0	85.4	89.4
순차입금/자기자본 (%)	79.5	110.8	112.1	106.3
조정영업이익/금융비용 (x)	0.2	0.5	1.0	2.1

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK이노베이션 (096770)				
2025.11.03	매수	156,000	-	-
2025.05.02	매수	116,000	-9.18	18.10
2025.02.07	1년 경과 이후	150,000	-22.79	-7.20
2024.02.07		매수	150,000	-24.35
2023.11.06	매수	200,000	-34.23	-27.75
2023.04.17	매수	295,186	-42.14	-28.00



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK이노베이션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.