

SK 이노베이션 (O96770/KS)

에너지 개선, E&S 실적 반영

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 145,000 원(상향)

현재주가: 124,500 원

상승여력: 16.5%


 Analyst
김도현

 do.kim@sks.co.kr
3773-9994

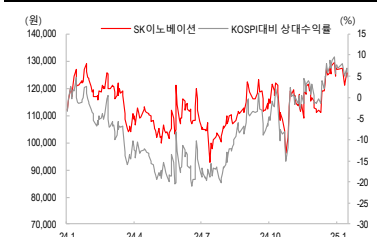
Company Data

발행주식수	15,103 만주
시가총액	18,804 십억원
주요주주	
SK(외8)	55.93%
국민연금공단	5.09%

Stock Data

주가(25/02/06)	124,500 원
KOSPI	2,536.75 pt
52주 최고가	129,400 원
52주 최저가	92,800 원
60일 평균 거래대금	35 십억원

주가 및 상대수익률



4Q24 Review: 정유 개선, E&S 실적 반영

SK 이노베이션의 4Q24 매출액은 19.4 조원(-0.6% YoY, +9.9% QoQ), 영업이익 1,599 억원(+120.2% YoY, 흑전 QoQ)을 기록했다. 석유사업 영업이익은 3,424 억원(흑전 QoQ)을 기록했다. 재고관련이익 901억원이 반영됐으며, 정제마진 상승에 따라 3Q24 -6,166 억원을 기록했던 대비 대폭 흑자전환이 가능했다. 화학사업 영업이익은 -842 억원(적지 QoQ)을 기록하며 적자폭을 확대했다. 4Q24 PX Spread 는 -32.8% QoQ 감소했으며, PX 가동률 상승에도 불구하고 적자폭이 크게 확대됐다. 윤활유사업 영업이익은 1,395 억원(-20.0% QoQ)을 기록했다. 비수기 진입에 따른 판매량 감소 및 마진 하락이 동반 발생하며 전분기대비 감익했다. 석유개발(E&P)사업 영업이익은 1,458 억원(+11.2% QoQ)을 기록했다. 4Q24 유가하락에도 판매량 증가에 따른 영향이다. 4Q24부터 연결 반영된 SKI E&S 영업이익은 1,234 억원(-64.9% QoQ)을 기록했다. 4Q24 SMP 가격은 -17.2% QoQ 하락했으며, 도시가스 증익에도 불구하고 감익을 기록했던 것으로 파악된다. SK 온 영업이익은 -3,594 억원(적전 QoQ)을 기록했다. AMPC 인식금액은 813 억원으로 3Q24 608 억원대비 증가했다. 판매량은 +10% QoQ 증가했던 것으로 파악된다.

1Q25 정유/에너지 호조, E&S 성수기 진입

1Q25 영업이익은 3,703 억원(+131.6% QoQ)이 전망된다. 석유사업 영업이익의 증익과 더불어 SKI E&S 성수기 진입에 따른 가동률 및 SMP 가격 상승 영향으로 영업이익 1,971 억원(+59.7% QoQ)이 예상된다. SK 온 영업적자는 2,848 억원으로 적자폭 축소가 예상된다. 북미지역 현대차 1H25 신차 출시 등 OEM 라인업 확대에 따른 북미지역 물량증가는 1Q25 에도 지속될 전망이다.

SK 온 적자 지속에 따른 모멘텀 부재

E&S 합병법인 가치 반영, 목표주가를 145,000 원으로 상향한다. 25 년 정유/에너지 실적 개선과 E&S 실적 반영은 긍정적이다. 하지만, 25 년 SK 온 영업적자는 -8,245 억원이 예상되며, SK 온 적자 지속에 따라 뚜렷한 모멘텀은 제한된다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	46,853	78,057	77,288	74,717	84,004	96,444
영업이익	십억원	1,742	3,917	1,904	315	1,979	3,065
순이익(지배주주)	십억원	292	1,569	256	-1,403	671	939
EPS	원	2,586	16,339	2,515	-9,212	4,404	6,167
PER	배	90.7	9.3	55.8	-12.2	28.3	20.2
PBR	배	1.2	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	10.6	6.0	11.9	25.8	16.0	12.7
ROE	%	18	8.5	1.2	-6.6	3.2	4.3

SK 이노베이션 Valuation Table

구분	25EBITDA (십억원)	Target Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
석유사업	2,013.0	6.8	13,688.7	국내외 Peer Group 평균
화학사업	318.8	5.6	1,785.1	국내외 Peer Group 평균
유탄유사업	939.9	6.8	3,835.0	국내외 Peer Group 평균 / 지분율 고려
E&P	988.0	6.5	6,422.3	국내외 Peer Group 평균
E&S	1,172.3	6.2	6,541.2	국내외 Peer Group 평균
SK 온	359.3	14.0	1,350.6	국내외 Peer Group 평균 / 지분율 고려 및 70% 할인
SKIET	-	-	317.0	SKIET 1M 평균 시가총액 / 지분율 고려 및 70% 할인
영업가치(십억원)		33,938.8		
투자자산(십억원)		5,734.5		25E 장부가치 30% 할인
순차입금(십억원)		17,728.4		25E 추정치 적용
우선주 시가총액(십억원)		97.3		
적정가치(십억원)		21,848.7		
발행주식수(천주)		151,034.8		
적정주가(원)		144,660		
T.P(원)		145,000		
현재주가(원)		124,500		

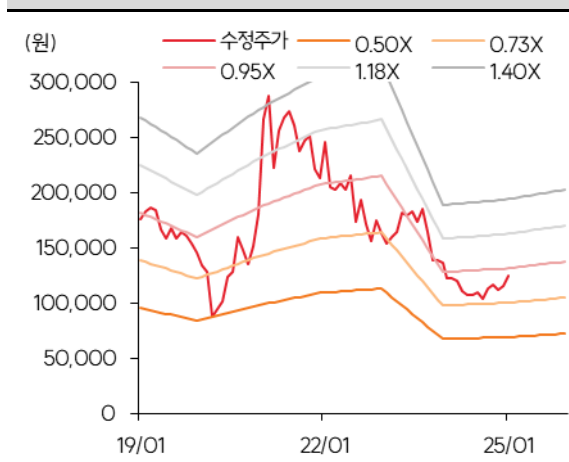
자료: SK 이노베이션, SK 증권

SK 이노베이션 실적추정치 변경 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	72,864.8	72,684.1	84,004.1	96,444.0	77,494.8	83,474.0	+8.4%	+15.5%
영업이익 (십억원)	1,005.8	1,265.0	1,979.2	3,064.8	2,119.7	3,498.4	-6.6%	-12.4%
순이익 (십억원)	-336.1	11.8	670.6	939.2	566.7	1,377.2	+18.3%	-31.8%

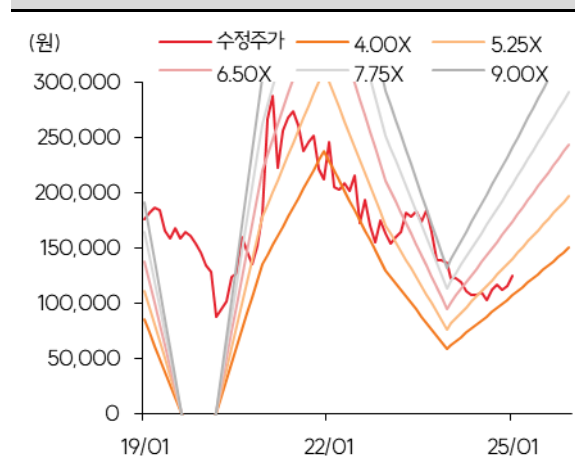
자료: SK 이노베이션, SK 증권

SK 이노베이션 PBR Band Chart



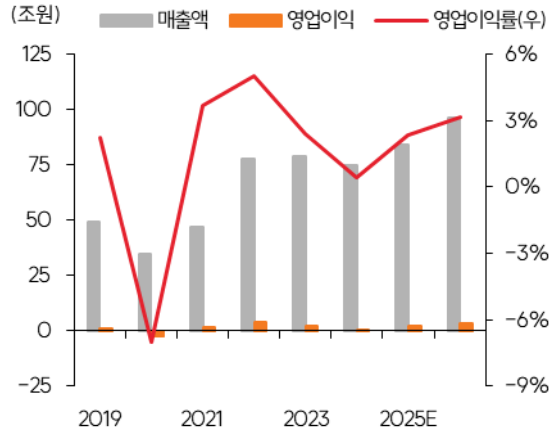
자료: FnGuide, SK 증권

SK 이노베이션 EV/EBITDA Band Chart



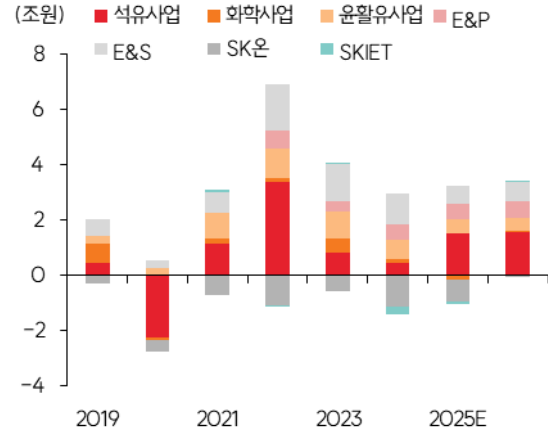
자료: FnGuide, SK 증권

SK 이노베이션 실적 추이 및 전망



자료: SK 이노베이션, SK 증권

SK 이노베이션 부문별 이익 추이 및 전망



자료: SK 이노베이션, SK 증권

SK 이노베이션 실적추정 Table

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
매출액(십억원)	18,855.1	18,799.1	17,657.0	19,405.7	20,491.7	20,838.1	21,339.3	21,335.1	78,949.2	74,716.9	84,004.1
석유사업	12,854.8	13,164.0	12,134.3	11,686.8	12,083.9	12,410.2	12,588.1	12,275.1	48,956.2	49,839.9	49,357.3
화학사업	2,759.0	2,594.0	2,625.3	2,373.4	2,657.9	2,778.0	2,798.6	2,677.9	10,785.1	10,351.7	10,912.5
윤활유사업	1,137.3	1,062.5	1,064.9	970.7	960.5	980.5	976.7	985.3	4,717.4	4,235.4	3,903.0
E&P	370.1	371.9	355.5	379.2	365.2	363.1	371.6	366.5	1,126.2	1,476.7	1,466.5
E&S	-	-	-	2,353.7	2,686.6	2,373.4	2,431.7	2,404.1	-	2,353.7	9,895.8
기타 (SK 온 등)	1,733.9	1,606.7	1,477.0	1,641.9	1,737.6	1,932.8	2,172.5	2,626.1	13,364.2	6,459.5	8,469.0
YoY(%)	-1.5%	0.4%	-18.1%	-0.6%	8.7%	10.8%	20.9%	9.9%	1.1%	-5.4%	12.4%
QoQ(%)	-3.5%	-0.3%	-6.1%	9.9%	5.6%	1.7%	2.4%	-0.0%	-	-	-
영업이익(십억원)	624.7	-45.8	-423.3	159.9	370.3	450.7	601.7	556.5	1,903.9	315.5	1,979.2
석유사업	591.1	144.2	-616.6	342.4	371.4	392.0	373.3	388.9	810.9	461.1	1,525.6
화학사업	124.5	99.4	-14.4	-84.2	-42.8	-25.6	-27.3	-38.1	516.5	125.3	-133.9
윤활유사업	220.4	152.4	174.4	139.5	122.9	126.8	141.0	131.4	997.8	686.7	522.1
E&P	154.4	142.1	131.1	145.8	138.3	129.9	135.2	132.0	368.2	573.4	535.4
E&S	-	-	-	123.4	197.1	149.2	206.4	132.1	-	123.4	684.8
기타 (SK 온 등)	-465.7	-583.9	-97.0	-507.0	-416.6	-321.7	-227.0	-189.7	-789.5	-1,653.6	-1,155.0
YoY(%)	66.6%	적지	적전	120.2%	-40.7%	흑전	흑전	248.0%	-51.4%	-83.4%	527.3%
QoQ(%)	760.5%	적전	적지	흑전	131.6%	21.7%	33.5%	-7.5%	-	-	-
영업이익률(%)	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	1.8%	2.2%	2.8%	2.6%	2.4%	0.4%	2.4%
석유사업	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	3.1%	3.2%	3.0%	3.2%	1.7%	0.9%	3.1%
화학사업	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-1.6%	-0.9%	-1.0%	-1.4%	4.8%	1.2%	-1.2%
윤활유사업	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	12.8%	12.9%	14.4%	13.3%	21.2%	16.2%	13.4%
E&P	41.7%	38.2%	36.9%	38.4%	37.9%	35.8%	36.4%	36.0%	32.7%	38.8%	36.5%
E&S	-	-	-	5.2%	7.3%	6.3%	8.5%	5.5%	11.9%	10.3%	6.9%
기타 (SK 온 등)	-26.9%	-36.3%	-6.6%	-30.9%	-24.0%	-16.6%	-10.4%	-7.2%	-5.9%	-25.6%	-13.6%
순이익(십억원)	-97.6	-639.7	-588.1	-158.3	145.0	147.3	216.3	245.2	554.9	-1,483.7	753.9
지배주주	-72.6	-572.9	-616.5	-140.8	129.0	131.0	192.5	218.2	256.3	-1,402.8	670.6
순이익률(%)	-0.5%	-3.4%	-3.3%	-0.8%	0.7%	0.7%	1.0%	1.1%	0.7%	-2.0%	0.9%

자료: SK 이노베이션, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	31,967	33,280	23,247	23,871	27,493
현금및현금성자산	9,479	13,074	2,298	1,737	2,012
매출채권 및 기타채권	8,095	7,819	7,516	7,364	8,241
재고자산	11,858	11,123	11,052	12,151	14,195
비유동자산	35,252	47,556	62,985	69,338	74,090
장기금융자산	817	702	649	722	775
유형자산	25,111	35,843	51,378	57,124	60,814
무형자산	2,078	2,302	2,333	2,235	2,151
자산총계	67,219	80,836	86,231	93,209	101,583
유동부채	27,557	29,399	31,283	34,613	39,896
단기금융부채	12,434	11,637	13,553	15,105	17,163
매입채무 및 기타채무	11,900	14,841	17,210	18,921	22,103
단기충당부채	61	45	45	49	58
비유동부채	16,419	21,416	23,536	26,433	28,510
장기금융부채	14,915	19,412	21,522	24,223	25,940
장기매입채무 및 기타채무	57	24	46	46	42
장기충당부채	313	605	601	661	772
부채총계	43,977	50,816	54,819	61,046	68,406
지배주주지분	19,652	22,203	20,512	21,180	22,077
자본금	469	510	510	510	510
자본잉여금	8,198	10,396	10,071	10,071	10,071
기타자본구성요소	-1,323	-833	-30	-30	-30
자기주식	-1,330	-878	-83	-83	-83
이익잉여금	11,580	11,253	9,056	9,727	10,666
비지배주주지분	3,591	7,817	10,900	10,983	11,100
자본총계	23,242	30,020	31,412	32,163	33,176
부채와자본총계	67,219	80,836	86,231	93,209	101,583

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	407	5,368	1,592	3,636	3,867
당기순이익(손실)	1,895	555	-1,484	754	1,056
비현금성항목등	3,867	2,703	3,230	3,575	4,153
유형자산감가상각비	1,616	1,821	1,905	1,938	2,240
무형자산감각비	177	209	322	298	284
기타	2,074	673	1,004	1,339	1,628
운전자본감소(증가)	-4,270	3,766	1,151	985	675
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2,424	162	453	151	-876
재고자산의감소(증가)	-4,315	1,144	176	-1,099	-2,043
매입채무및기타채무의증가(감소)	-284	-1,897	-2,785	1,711	3,182
기타	-1,824	-2,498	-1,698	-2,081	-2,586
법인세납부	-739	-842	-392	-403	-569
투자활동현금흐름	-5,123	-11,244	-17,890	-8,294	-7,019
금융자산의감소(증가)	2,547	1,124	57	-92	-87
유형자산의감소(증가)	-6,710	-11,217	-18,003	-7,684	-5,930
무형자산의감소(증가)	-288	-218	-353	-200	-200
기타	-672	-933	409	-318	-802
재무활동현금흐름	10,507	9,490	6,305	4,254	3,774
단기금융부채의증가(감소)	6,884	610	2,237	1,553	2,058
장기금융부채의증가(감소)	2,135	2,518	1,028	2,701	1,717
자본의증가(감소)	500	2,239	-324	0	0
배당금지급	-217	-314	-295	0	0
기타	1,205	4,438	3,660	0	-0
현금의 증가(감소)	6,055	3,595	-10,777	-561	276
기초현금	3,424	9,479	13,074	2,298	1,737
기말현금	9,479	13,074	2,298	1,737	2,012
FCF	-6,303	-5,849	-16,411	-4,049	-2,063

자료 : SK이노베이션, SK증권

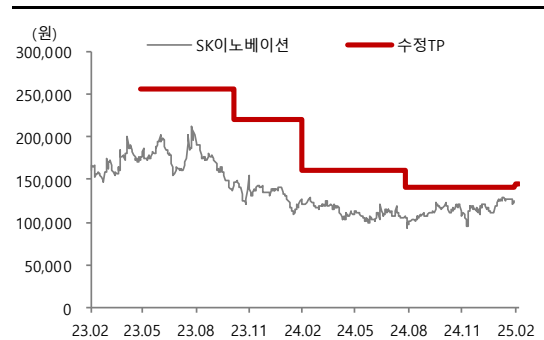
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	78,057	77,288	74,717	84,004	96,444
매출원가	71,030	72,274	70,732	78,119	88,688
매출총이익	7,027	5,014	3,985	5,886	7,756
매출총이익률(%)	9.0	6.5	5.3	7.0	8.0
판매비와 관리비	3,110	3,727	3,880	3,906	4,692
영업이익	3,917	1,904	315	1,979	3,065
영업이익률(%)	5.0	2.5	0.4	2.4	3.2
비영업손익	-1,057	-972	-1,761	-823	-1,440
순금융손익	-440	-749	-1,007	-1,276	-1,447
외환관련손익	-256	-102	400	525	-872
관계기업등 투자손익	2	133	-91	-42	-39
세전계속사업이익	2,860	932	-1,446	1,157	1,625
세전계속사업이익률(%)	3.7	1.2	-1.9	1.4	1.7
계속사업법인세	965	377	38	403	569
계속사업이익	1,895	555	-1,484	754	1,056
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,895	555	-1,484	754	1,056
순이익률(%)	2.4	0.7	-2.0	0.9	1.1
지배주주	1,569	256	-1,403	671	939
지배주주귀속 순이익률(%)	2.0	0.3	-1.9	0.8	1.0
비지배주주	326	299	-81	83	117
총포괄이익	2,066	654	-1,361	751	1,013
지배주주	1,803	366	-1,329	668	902
비지배주주	262	288	-32	83	112
EBITDA	5,710	3,317	2,331	4,215	5,589

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	66.6	-1.0	-3.3	12.4	14.8
영업이익	124.9	-51.4	-83.4	527.4	54.9
세전계속사업이익	249.5	-67.4	적전	흑전	40.5
EBITDA	75.4	-41.9	-29.7	80.8	32.6
EPS	531.8	-84.6	적전	흑전	40.0
수익성 (%)					
ROA	3.2	0.7	-1.8	0.8	1.1
ROE	8.5	1.2	-6.6	3.2	4.3
EBITDA마진	7.3	4.3	3.1	5.0	5.8
안정성 (%)					
유동비율	116.0	113.2	74.3	69.0	68.9
부채비율	189.2	169.3	174.5	189.8	206.2
순차입금/자기자본	69.7	58.4	102.9	115.4	122.1
EBITDA/이자비용(배)	8.8	2.9	1.7	3.2	3.7
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	16,339	2,515	-9,212	4,404	6,167
BPS	218,491	226,492	135,244	139,630	145,519
CFPS	35,012	22,435	5,412	19,086	22,744
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	9.3	55.8	-12.2	28.3	20.2
PBR	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9
PCR	4.3	6.3	20.7	6.5	5.5
EV/EBITDA	6.0	11.9	25.8	16.0	12.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.02.07	매수	145,000원	6개월		
2024.08.02	매수	140,000원	6개월	-18.27%	-7.57%
2024.02.07	매수	160,000원	6개월	-29.67%	-19.44%
2023.10.13	매수	220,000원	6개월	-39.76%	-29.32%
2023.05.03	매수	255,827원	6개월	-31.46%	-16.92%



Compliance Notice

작성자(김도현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 02월 07일 기준)

매수	97.45%	중립	2.55%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------