

SK 이노베이션

(096770)

합병 효과로 영업 흑자 지속 전망

투자의견

BUY(유지)

목표주가

160,000 원(유지)

현재주가

124,500 원(2/6)

시가총액

18,804(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgs2009@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 160,000원('25년 합병 BPS의 1.1배) 유지. 4Q24 전사 매출액 19조원(+10%qoq, -0%yoy), 영업이익 1,599억원(흑전qoq, +120%yoy), 당기순손실 1조원(적지qoq, 적지yoy)으로 당사 추정을 소폭 하회하는 실적. 정제마진, 유가 상승으로 인한 정유업 턴어라운드로 실적 개선(재고 +901억원). 배터리는 3Q24 고객사 정산 기저효과 및 가동률 하락으로 적자 확대. E&S는 11~12월 실적이 반영되었으며 전력 수요 둔화, 예비율 상승, SMP 하락으로 마진 스퀴즈 발생. LNG 트레이딩 및 도시가스 실적 반영으로 전년과 유사한 수준의 실적 유지
- 1Q25 매출액 23조원, 영업이익 4,228억원(영업이익률 1.9%) 전망. E&S 제외하면 부진한 실적이나, 1) '25년 정제 설비 증설 규모(30만b/d) 감소로 정제마진 반등 기대, 2) 리스크 포인트였던 저렴한 인도네시아 탕구 가스전도 과거 미정산 물량을 '26년까지 추가 도입 협의, 3) 호주 바로사칼리타 가스전 하반기 상업생산으로 추가 원가 절감 및 트레이딩 물량 증가가 기대되는 부분을 긍정적으로 평가. 배터리 분기 적자 축소에 따라 기업가치 재평가 가능

주가(원,2/6)	124,500
시가총액(십억원)	18,804

발행주식수	151,035천주
52주 최고가	131,200원
최저가	91,700원
52주 일간 Beta	1.42
60일 일평균거래대금	346억원
외국인 지분율	14.1%
배당수익률(2024F)	1.6%

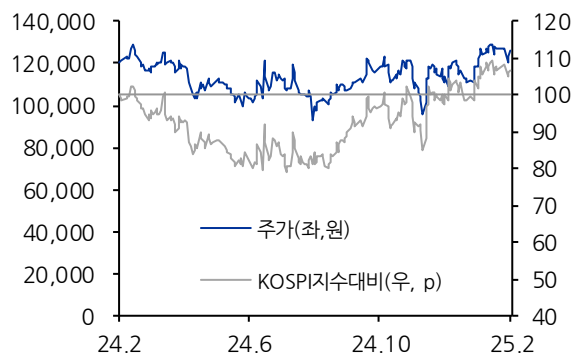
주주구성	
SK (외 9인)	55.9%
국민연금공단 (외 1인)	5.1%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	4.6	24.7	3.1
절대기준	2.7	24.2	4.6

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	160,000	160,000	-
영업이익(24)	315	435	▼
영업이익(25)	1,815	2,710	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	77,288	74,717	86,643	91,321
영업이익	1,287	315	1,815	2,890
세전손익	932	-2,380	16	1,053
당기순이익	555	-2,403	11	720
EPS(원)	2,546	(0)	42	2,737
증감률(%)	-84.6	적전	흑전	6,442.5
PER(배)	55.1	-	2,975.8	45.5
ROE(%)	1.2	(8.3)	0.0	2.0
PBR(배)	0.6	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	9.6	12.9	9.2	7.8

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. SKon 매출액, 수익성, 출하량 가이드نس

- 25년 OEM 라인업 확대로 작년 대비 double-digit 수준 판매량 증가 전망

Q. 25년 SK 이노베이션 CAPEX, 재무구조 개선 방안

- 25년 CAPEX 6조원(배터리 3.5조원, E&S 1조원, 경상투자+전략투자 1.5조원) 계획
- 포드, 현대차 JV 끝으로 CAPEX 지속 감소, 합병 시너지로 재무부담 감소 전망

Q. 원유 도입 다변화, 원가절감 방안

- 유종별 시황 변동에 따라 마진 최대한 확보할 수 있도록 feedstock 포트폴리오 구성
- 미국, 캐나다산 원유 도입 예정. 프리미엄 변동에 따른 경제성 검토 중

Q. 중국 17/03 광구 향후 실적 추정치

- 현재 2만 5천 배럴 생산 중, 생산량 조절 및 최적화 노력 중
- 25년 추가 생산장 시추해 생산량 유지 노력 지속할 것

Q. 트럼프 캐나다, 멕시코 원유 관세 부과 영향

- 미국 캐나다, 멕시코 원유 전량 대체 불가
- 아시아 공급증가로 연결 시 동사에 긍정적 영향
- 미국 정유사 가동률 일부 감소로 소비자 가격 및 석유 가격 증가 시 동사 마진에 긍정적 영향

Q. 트럼프 IRA, AMPC 배터리 사업부 영향

- IRA 폐지나 축소가 동사 실적에 미치는 영향은 제한적
- AMPC는 미국 현지 요소 고려 시 폐지 가능성 낮다고 판단

Q. 배터리 고객사 동향

- 24년: 테슬라 초기 출시 제품 판매량 감소, 후발주자인 포드와 GM 중심 판매량 증대 예상
- 25년: 핵심 고객사 현대차, 기아, 포드 라인업 확대가 EV 판매량 증가세에 기여할 것

Q. 최근 천연가스 가격 상승 E&S 실적에 미치는 영향

- E&S 물량 중 70% 이상 장기계약. 단기 천연가스 현물가격 변동에 큰 영향 없음
- 4Q25 호주 CB 연간 130만톤 상업생산 개시되면 도입원가 경쟁력 제고될 것

Q. 탕구 계약 종료 시점, CB 가스전 개시 시점

- 인도네시아 탕구 26년도 평년 수준 cargo 도입 전망, 이후 구체적 시점 및 규모는 협의 중
- CB 정식 상업생산 개시시점 4Q25

Q. 중국 티팟 업체 구조조정 현황, 국내 정유사 영향

- 24년 수출환급세 하향조정, 중국 포트에서 제재 강화 더해지며 티팟 경제성 악화
- 25년도 구조조정 속도 가속화될 전망, 그럼에도 신증설 지속되고 있어 시장 영향 제한적

Q. SKon 주요 증설 프로젝트 시점 및 규모

- 25년 켄터키 1 공장 신규 가동(37GWh 규모), 일부 라인 2Q25부터 순차적 SOP 진행
- 26년 테네시 공장(45GWh) 가동 개시 전망

Q. 석화시장 전략 방향

- 불용자산 및 저수익 자산 매각으로 포트폴리오 리밸런싱 중
- 중장기 미래 성장 동력 확보 위해 고부가 다운스트림 중심으로 포트폴리오 재편 계획

Q. 정유 부문 재고 관련 손익

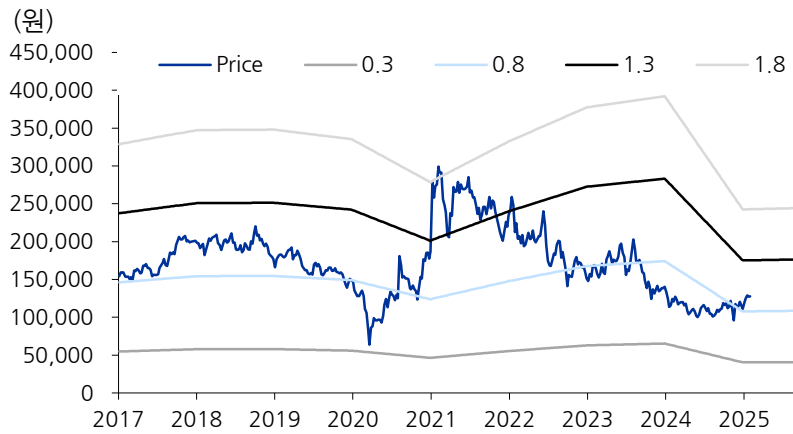
- 3Q24 -4,352억원, 4Q24 +901억원(+5,253억원 qoq)

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	74,500	79,808	74,717	86,643	0.3	8.6
영업이익	435	2,710	315	1,815	(27.5)	(33.0)
영업이익률(%)	0.6	3.4	0.4	2.1	(0.2)	(1.3)
EBITDA	3,300	5,706	2,997	4,900	(9.2)	(14.1)
EBITDA 이익률(%)	4.4	7.2	4.0	5.7	(0.4)	(1.5)
순이익	-1,074	767	-2,403	11	-	(98.6)

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



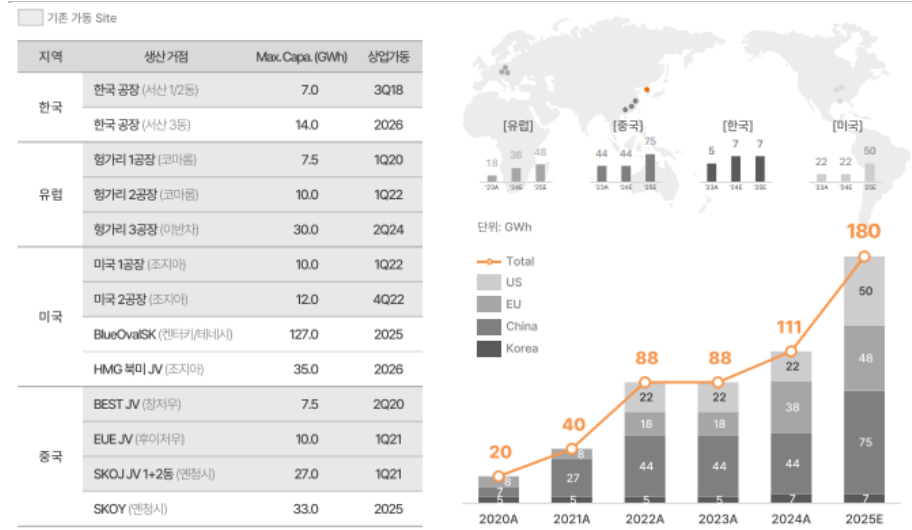
자료: 유진투자증권

도표 1. SK 이노베이션 실적 추정

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	18,855	18,799	17,657	19,406	22,651	21,209	21,060	21,722	77,288	74,717	86,643
에너지	12,855	13,164	12,134	11,687	13,157	12,739	12,326	12,079	47,551	49,840	50,302
화학	2,759	2,594	2,625	2,373	2,672	2,561	2,478	2,429	10,744	10,352	10,140
운활유	1,137	1,063	1,065	971	1,093	1,058	1,024	1,003	4,693	4,235	4,178
분리막	32	44	27	31	42	45	53	53	193	133	192
E&S	-	-	-	2,354	3,525	2,354	2,273	2,550	-	2,354	10,702
배터리	1,684	1,554	1,431	1,599	1,763	2,044	2,492	3,185	12,897	6,267	9,484
영업이익	625	(46)	(423)	160	423	401	387	604	1,904	315	1,815
에너지	591	144	(617)	342	332	302	236	302	811	461	1,173
화학	125	99	(14)	(84)	(5)	13	35	44	517	125	87
운활유	220	152	174	140	147	150	146	150	998	687	593
분리막	(64)	(70)	(74)	(74)	(67)	(55)	(43)	(25)	11	(283)	(190)
E&S	-	-	-	123	346	249	224	121	-	123	940
배터리	(332)	(460)	24	(359)	(406)	(335)	(291)	(70)	(581)	(1,127)	(1,101)
OPM(%)	3.3	(0.2)	(2.4)	0.8	1.9	1.9	1.8	2.8	2.5	0.4	2.1
에너지	4.6	1.1	(5.1)	2.9	2.5	2.4	1.9	2.5	1.7	0.9	2.3
화학	4.5	3.8	(0.5)	(3.5)	(0.2)	0.5	1.4	1.8	4.8	1.2	0.9
운활유	19.4	14.3	16.4	14.4	13.5	14.1	14.3	15.0	21.3	16.2	14.2
분리막	(203.2)	(160.8)	(275.1)	(237.8)	(159.5)	(122.2)	(81.9)	(47.6)	5.7	(211.9)	(98.9)
E&S	-	-	-	5.2	9.8	10.6	9.9	4.7	-	5.2	8.8
배터리	(19.7)	(29.6)	1.7	(22.5)	(23.0)	(16.4)	(11.7)	(2.2)	(4.5)	(18.0)	(11.6)

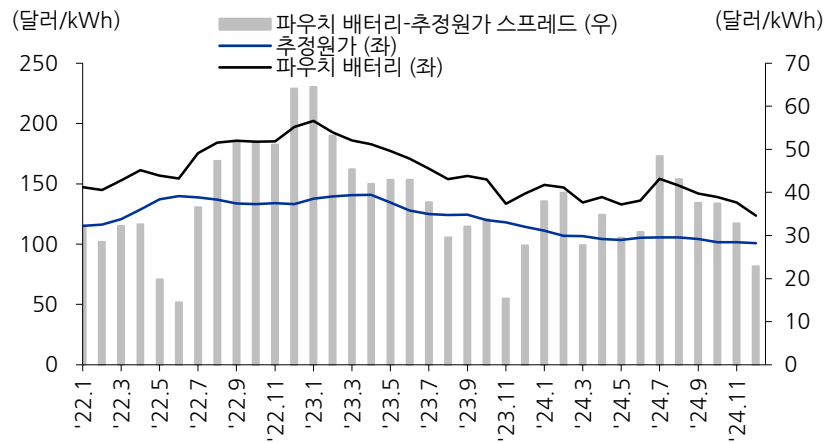
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 2. 배터리 생산능력 (신규)



자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 3. 파우치 배터리 가중평균 스프레드



자료: KITA, 유진투자증권

SK이노베이션(096770.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	67,219	80,836	97,560	100,390	102,735
유동자산	31,967	33,280	44,299	43,428	43,942
현금성자산	11,159	13,522	24,683	20,810	20,147
매출채권	8,095	7,819	7,692	8,920	9,402
재고자산	11,858	11,123	11,108	12,881	13,576
비유동자산	35,252	47,556	53,261	56,963	58,794
투자자산	8,064	9,410	9,313	9,763	9,940
유형자산	25,111	35,843	41,613	44,829	46,443
기타	2,078	2,302	2,334	2,370	2,411
부채총계	43,977	50,816	56,942	59,445	61,057
유동부채	27,557	29,399	21,991	22,243	22,446
매입채무	14,411	17,320	9,912	10,163	10,366
유동성이자부채	12,434	11,637	11,637	11,637	11,637
기타	712	442	442	442	442
비유동부채	16,419	21,416	34,951	37,202	38,611
비유동이자부채	14,915	19,412	32,927	35,158	36,547
기타	1,504	2,005	2,024	2,044	2,065
자본총계	23,242	30,020	40,618	40,945	41,678
자배지분	19,652	22,203	32,800	33,128	33,861
자본금	469	510	510	510	510
자본잉여금	8,198	10,396	10,396	10,396	10,396
이익잉여금	11,580	11,253	8,960	8,970	9,378
기타	(595)	45	12,935	13,253	13,578
비자배지분	3,591	7,817	7,817	7,817	7,817
자본총계	23,242	30,020	40,618	40,945	41,678
충차입금	27,349	31,049	44,564	46,795	48,184
순차입금	16,190	17,527	19,881	25,984	28,036

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	407	5,368	6,078	180	2,993
당기순이익	1,895	555	(2,403)	11	720
자산상각비	1,793	2,030	2,682	3,085	3,192
기타비현금성손익	2,074	673	12,965	(274)	(57)
운전자본증감	(4,270)	3,766	(7,267)	(2,750)	(974)
매출채권감소(증가)	(2,424)	162	126	(1,228)	(482)
재고자산감소(증가)	(4,315)	1,144	15	(1,773)	(696)
매입채무증가(감소)	(284)	(1,897)	(7,408)	251	203
기타	2,753	4,358	0	0	0
투자현금	(5,123)	(11,244)	(8,432)	(6,284)	(4,790)
단기투자자산감소	2,553	1,262	0	0	0
장기투자증권감소	(525)	(1,157)	51	54	56
설비투자	(6,777)	(11,238)	(8,219)	(6,065)	(4,566)
유형자산처분	67	21	0	0	0
무형자산처분	(288)	(218)	(264)	(272)	(281)
재무현금	10,507	9,490	13,515	2,231	1,134
차입금증가	9,019	3,128	13,515	2,231	1,389
자본증가	(217)	823	0	0	(255)
배당금지급	217	314	0	0	255
현금 증감	6,055	3,595	11,161	(3,873)	(663)
기초현금	3,424	9,479	13,074	24,235	20,363
기말현금	9,479	13,074	24,235	20,363	19,700
Gross Cash flow	5,762	3,258	13,345	2,930	3,967
Gross Investment	11,947	8,740	15,699	9,033	5,764
Free Cash Flow	(6,185)	(5,482)	(2,354)	(6,104)	(1,797)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	78,057	77,288	74,717	86,643	91,321
증가율(%)	66.6	(1.0)	(3.3)	16.0	5.4
매출원가	71,030	72,274	70,549	80,898	84,290
매출총이익	7,027	5,014	4,168	5,744	7,032
판매 및 일반관리비	3,110	3,727	3,853	3,930	4,142
기타영업손익	0	617	0	0	0
영업이익	3,917	1,287	315	1,815	2,890
증가율(%)	124.9	(67.1)	(75.5)	475.2	59.2
EBITDA	5,710	3,317	2,997	4,900	6,082
증가율(%)	75.4	(41.9)	(9.6)	63.5	24.1
영업외손익	(1,057)	(355)	(2,695)	(1,799)	(1,837)
이자수익	216	401	343	522	505
이자비용	646	1,144	2,167	2,566	2,614
지분법손익	4	125	51	54	56
기타영업외손익	(632)	262	(922)	192	216
세전순이익	2,860	932	(2,380)	16	1,053
증가율(%)	249.5	(67.4)	적전	흑전	6,568.5
법인세비용	965	377	24	5	333
당기순이익	1,895	555	(2,403)	11	720
증가율(%)	288.0	(70.7)	적전	흑전	6,508.6
지배주주지분	1,569	256	(2,293)	10	663
증가율(%)	437.2	(83.7)	적전	흑전	6,442.5
비지배지분	326	299	(110)	1	57
EPS(원)	16,554	2,546	(22,781)	101	6,584
증가율(%)	437.2	(84.6)	적전	흑전	6,442.5
수정EPS(원)	16,554	2,546	(22,781)	68	6,547
증가율(%)	437.2	(84.6)	적전	흑전	9,490.5

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	16,554	2,546	0	42	2,737
BPS	209,698	217,879	134,778	136,125	137,683
DPS	0	0	2,000	2,500	3,000
밸류에이션(배, %)					
PER	9.2	55.1	-	2,975.8	45.5
PBR	0.7	0.6	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.3	9.6	12.9	9.2	7.8
배당수익률	0.0	0.0	1.6	2.0	2.4
PCR	2.5	4.4	-	10.3	7.6
수익성(%)					
영업이익률	5.0	1.7	0.4	2.1	3.2
EBITDA이익률	7.3	4.3	4.0	5.7	6.7
순이익률	2.4	0.7	(3.2)	0.0	0.8
ROE	8.5	1.2	(8.3)	0.0	2.0
ROIC	8.8	2.0	0.5	2.2	3.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	69.7	58.4	48.9	63.5	68.7
유동비율	116.0	113.2	201.4	195.2	194.2
이자보상배율	6.1	1.1	0.1	0.7	1.1
활동성 (회)					
총자산회전율	1.3	1.0	0.8	0.9	0.9
매출채권회전율	11.8	9.7	9.6	10.4	10.0
재고자산회전율	7.9	6.7	6.7	7.2	6.9
매입채무회전율	6.1	4.9	5.5	8.6	8.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

