

SK이노베이션 (096770)

On 부진보다는 정유/E&P/E&S 스토리에 주목하자

목표주가 17만원, 투자이건 매수 유지

동사에 대한 목표주가 17만원과 투자이건 매수를 유지한다. 트럼프 정부 재집권 이후 미국 중심으로 한 글로벌 EV 시장 불확실성이 높아지고 있고 전방수요 둔화로 SK-On 실적 부진은 25년에도 불가피할 것으로 예상된다. 그러나 출하량 증가와 AMPC 금액 확대 등으로 절대적인 적자 규모는 전년 대비 축소 예상되고, 정유 및 E&S에서의 이익 기여도도 높아짐에 따라 외형 확대는 물론, 보다 안정적인 이익 창출력을 보여줄 수 있을 것으로 전망한다. 하반기 SK엔무브 상장을 통한 자금조달로 최근 시장에서 가장 걱정하는 요인 중 하나인 재무 리스크에 대한 우려도 조금은 덜어낼 수 있겠다.

4Q24 Review: 영업이익 1,599억원(흑전 QoQ) vs 컨센서스 1,105억원

4분기 영업이익 1,599억원으로 QoQ 흑자전환하였고, 컨센서스 1,105억원 대비로도 +44.8% 상회하였다. 전 분기 정제마진 하락으로 대규모 적자를 기록했던 정유 부문이 3,424억원(흑자전환) 이익개선 효과가 가장 컸고, 지난 11월 합병 종료된 E&S 실적의 일부 반영(영업이익 1,234억원) 또한 금번 동사 영업이익에 긍정적으로 작용하였다.

한편, 화학은 주요 제품 스프레드 하락으로 적자 규모가 -842억원으로 전 분기 대비 확대되었고, 윤활유도 물량과 판가 하락으로 영업이익은 1,395억원(-20%)에 그쳤다. SK-On(배터리)은 출하량 증가와 이에 따른 AMPC 반영 금액이 소폭 증가하긴 했으나 판가 하락세가 지속되고 있고, 지난 분기에 발생한 대규모 일회성 이익도 소멸되면서 결국 지난 1~2분기와 유사한 -3,594억원 수준의 영업적자를 실현하였다.

SK-On의 부진을 상쇄시켜 줄 정유와 E&S

전기차에 부정적인 트럼프 대통령은 취임 직후 EV 의무화와 각 주별 배출규제 폐지 행정명령에 서명했고, IRA 보조금 철회에 대한 입장이 강하게 고수하고 있다. 지난해 SK-On 실적에 가장 큰 걸림돌이 되었던 신규 공장 수출 이슈는 이제 정상화되었지만, 전방수요 부진으로 여전히 동사 라인의 가동률은 매우 저조하다. 올해도 미국과 유럽의 전기차 수요가 그리 강해진 않을 것으로 예상되고, 트럼프 행정부 하에서 전기차 정책 불확실성 또한 농후한 만큼 지난해에 이어 적자기조는 지속될 것으로 예상된다.

다만, SK-On 실적 부진에 대한 실망은 사실 너무 오래되었고, 시장에서도 이를 충분히 인지하고 있는 만큼 25년에는 그 외 다른 사업부에서 좋아지는 것에 더 주목할 필요가 있다는 판단이다. 대표적으로 연말 합병 마무리 후 1분기부터 실적이 온기로 반영되는 E&S를 통해 25년에는 약 7,300억원 내외의 영업이익이 추가로 기여될 수 있다.

정유 부문에서는 중국과 인도, 미국 정유사들의 원유 투입 가격 상승에 따른 경쟁력 약화와 이로 인한 동사의 반사수혜를 기대해볼 수 있다. 연초 중국이 미국 제재 대상 선박들의 입항을 금지하면서 지금까지 러시아, 이란 등에서 저렴한 원유를 구매해왔던 중국과 인도 정유사들은 원가 부담이 불가피하다. 미국의 경우에도, 일단은 캐나다와의 협상여지를 열어두며 캐나다산 원유에 대한 25% 관세 적용시기를 30일간 유예했으나 양국 이해관계가 원만히 해결되지 않거나 격화될 경우 WCS 도입가격 상승으로 인한 미국 정유사들의 원가 역시 훼손될 가능성이 매우 높다. 따라서 25년에는 시장에서 이미 인지하고 있는 SK-On 부진보다는 정유와 광구(E&P), E&S 등 다른 사업부문의 우호적인 방향성에 좀 더 주목할 필요가 있다는 판단이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

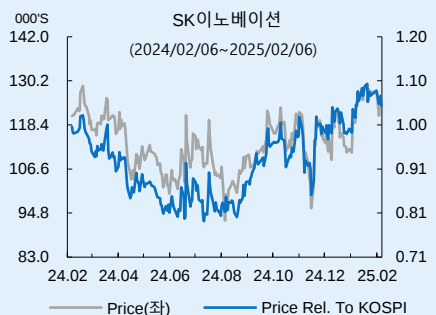
목표주가(12M)	170,000원(유지)
증가(2025.02.06)	124,500원
상승여력	36.5%

Stock Indicator

자본금	510십억원
발행주식수	15,103만주
시가총액	18,804십억원
외국인지분율	14.1%
52주 주가	92,800~129,400원
60일평균거래량	295,832주
60일평균거래대금	34.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.6	10.1	24.7	3.1
상대수익률	2.7	11.1	24.2	4.6

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	77,288	74,717	79,017	77,185
영업이익(십억원)	1,904	315	2,083	3,540
순이익(십억원)	256	-1,110	260	797
EPS(원)	2,624	-11,362	2,676	8,215
BPS(원)	217,879	216,299	218,037	222,368
PER(배)	53.5		46.5	15.2
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	1.2	-5.1	1.2	3.7
배당수익률(%)		1.6	1.6	4.0
EV/EBITDA(배)	7.7	15.6	9.6	6.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
합계											
매출액	18,855	18,799	17,657	19,406	19,790	19,835	19,831	19,561	77,288	74,717	79,017
영업이익	625	-46	-423	160	221.6	468	662	733	1,904	315	2,083
영업이익률	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	1.1%	2.4%	3.3%	3.7%	2.5%	0.4%	2.6%
석유											
매출액	12,855	13,164	12,134	11,687	11,488	11,472	11,419	10,972	47,551	49,840	45,351
영업이익	591	144	-617	342	188	221	245	238	811	461	892
영업이익률	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	1.6%	1.9%	2.1%	2.2%	1.7%	0.9%	2.0%
화학											
매출액	2,759	2,594	2,625	2,373	2,613	2,631	2,646	2,646	10,744	10,352	10,536
영업이익	125	99	-14.4	-84	-42	-7	29	64	517	125	45
영업이익률	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-1.6%	-0.3%	1.1%	2.4%	4.8%	1.2%	0.4%
윤활유											
매출액	1,137	1,063	1,065	971	909	1,046	1,049	1,023	4,693	4,235	4,027
영업이익	220	152	174.4	140	137	167	174.5	145	998	687	623
영업이익률	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	15.0%	15.9%	16.6%	14.2%	21.3%	16.2%	15.5%
SK-On (AMPC 반영)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,507	1,683	1,565	1,694	12,897	6,267	6,450
영업이익	-332	-460	24	-311	-277	-110	0	77	-581	-1,079	-310
영업이익률	-19.7%	-29.6%	1.7%	-19.5%	-18.4%	-6.6%	0.0%	4.5%	-4.5%	-17.2%	-4.8%
SK-On(AMPC 제외)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,507	1,683	1,565	1,694	12,897	6,267	6,450
영업이익	-370	-572	-37	-441	-377	-252	-157	-136	-1,198	-1,420	-921
영업이익률	-22.0%	-36.8%	-2.6%	-27.6%	-25.0%	-15.0%	-10.0%	-8.0%	-9.3%	-22.7%	-14.3%
AMPC 추정											
판매량(GW)	0.6	1.8	1.0	1.3	1.6	2.3	2.6	3.5	10.5	4.8	10.0
AMPC 반영	38.5	111.9	60.8	81.3	100.1	142.0	156.2	212.6	617.0	292.5	611.0
SKE&S											
매출액				2,354	2,825	2,562	2,712	2,788		2,354	10,887
영업이익				123.4	203.8	175.5	177.5	170.0		123	727
영업이익률				5.2%	7.2%	6.9%	6.5%	6.1%		5.2%	6.7%
소재 및 기타											
매출액	420	425	402	422	447	441	440	437	1,404	1,670	1,765
영업이익	20	18	9	-2	12	22	36	38	160	46	107
영업이익률	4.8%	4.3%	2.3%	-0.4%	2.6%	4.9%	8.1%	8.7%	11.4%	2.8%	6.1%

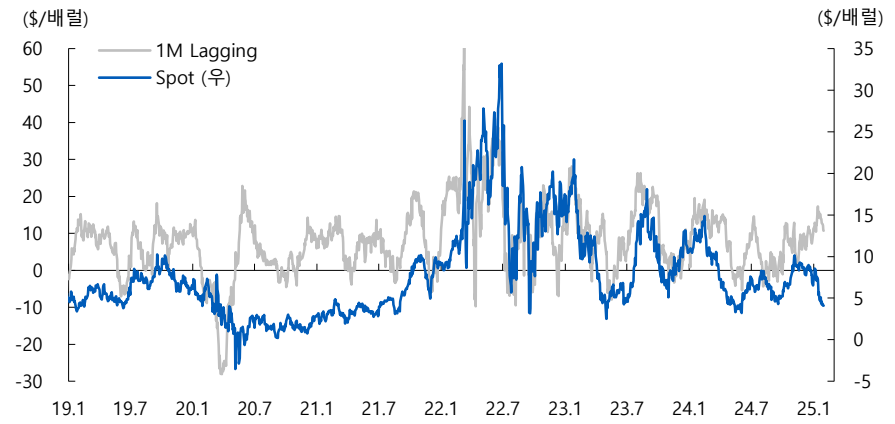
자료: iM증권 리서치본부

주1: 동사 LIBS 부문 이익은 내부거래로 인해 SKIET 실적과 상이하며, 당사 추정치에 기반한 매출액에 E&P, Staff 비용 등 기타부문과 합산 반영

주2: 24년 11월 1일 SKE&S와의 합병 완료돼 4분기부터 실적 일부 반영. 25년 1분기부터는 연결로 온기 반영

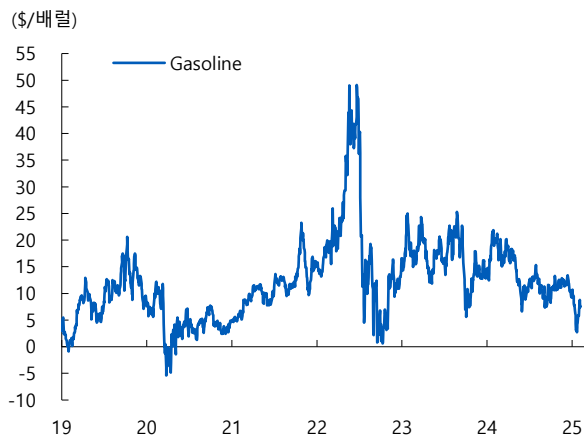
주3: 24년 11월 1일 SK-On과 합병 완료된 SKTI, SK엔텀 실적은 연결 기준으로 정유부문에 이미 포함되고 있기 때문에 SK-On 실적에는 별도 반영하지 않았음

그림1. 복합정제마진 추이



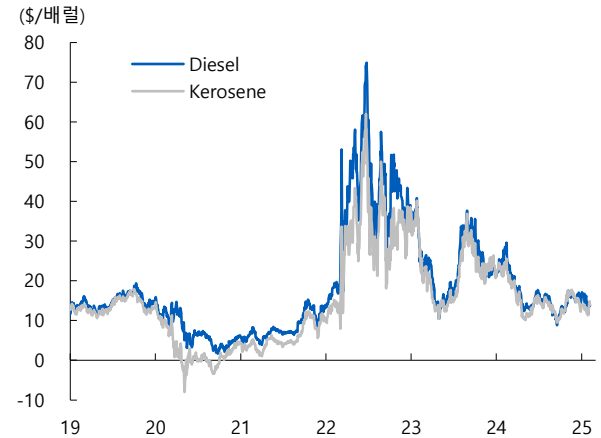
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림2. 휘발유 스프레드 추이



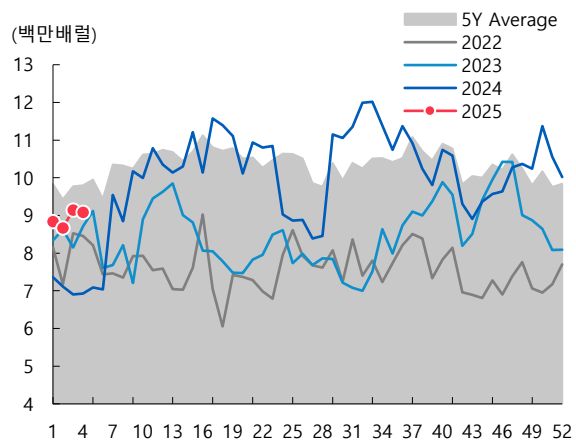
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림3. 중간유분 스프레드 추이



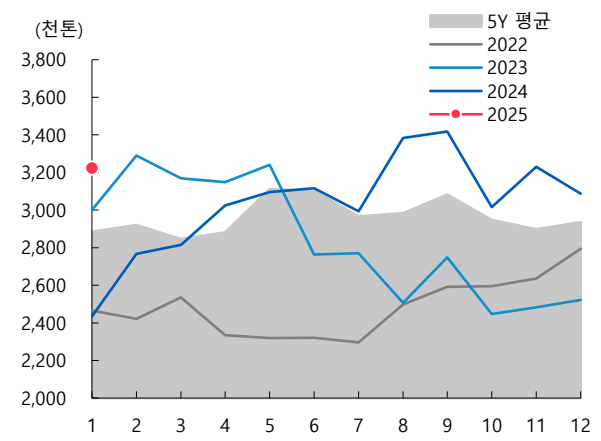
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림4. 아시아 중간유분 재고



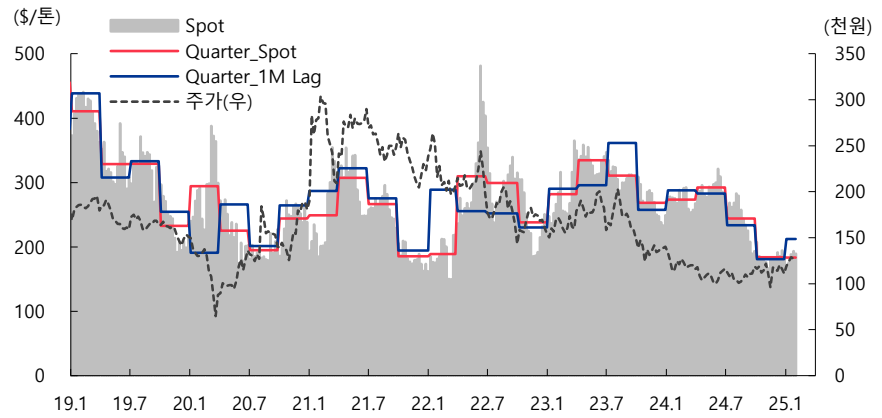
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 유럽 등/경유 재고 추이



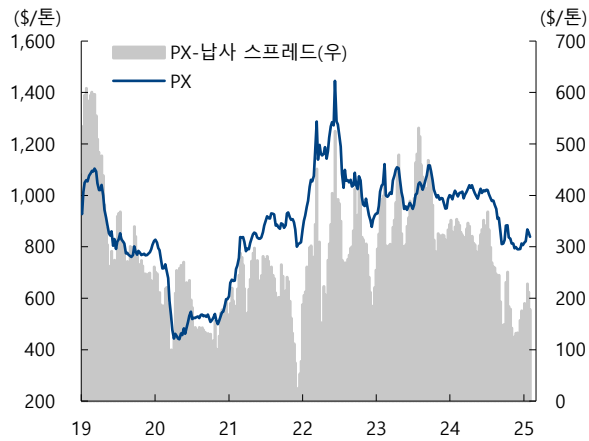
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. SK이노베이션 화학부문 가중평균 스프레드 추이



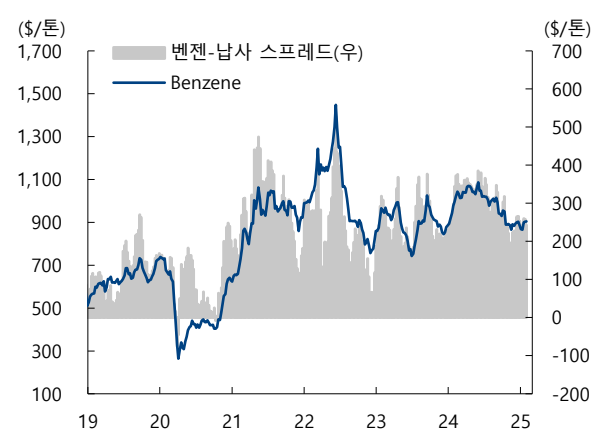
자료: iM증권 리서치본부

그림7. PX 가격 및 스프레드 추이



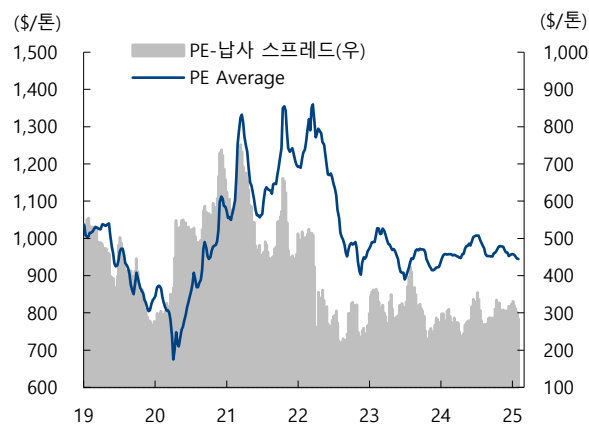
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림8. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



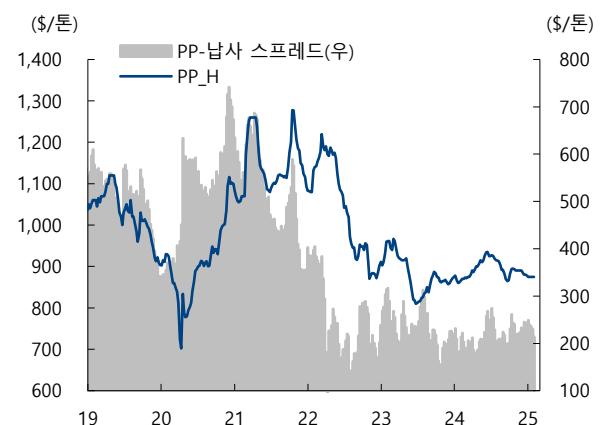
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림9. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림10. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

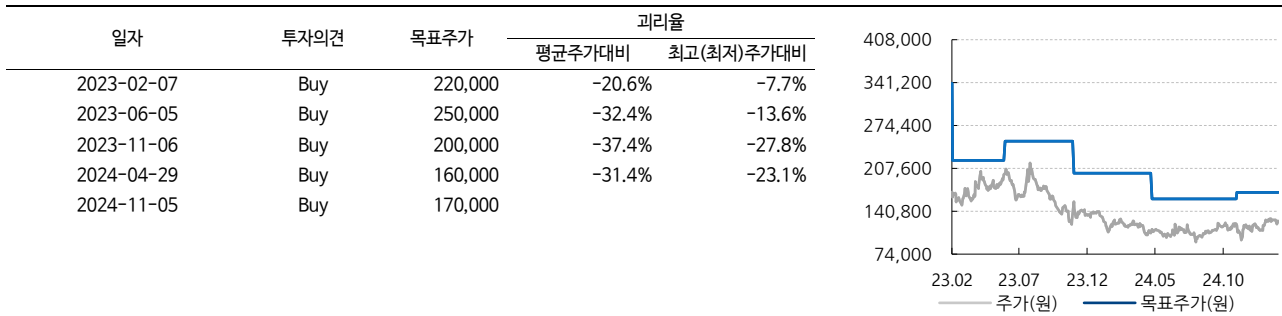
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	33,280	36,772	37,582	40,701	매출액	77,288	74,717	79,017	77,185
현금 및 현금성자산	13,074	17,994	17,782	21,319	증가율(%)	-1.0	-3.3	5.8	-2.3
단기금융자산	349	332	335	338	매출원가	72,274	70,567	72,996	69,915
매출채권	8,042	7,322	7,730	7,556	매출총이익	5,014	4,150	6,021	7,271
재고자산	11,123	10,460	11,062	10,806	판매비와관리비	3,727	3,834	3,938	3,731
비유동자산	47,556	54,313	58,684	62,261	연구개발비	417	-	-	-
유형자산	35,843	41,997	45,965	49,019	기타영업수익	617	-	-	-
무형자산	2,302	2,068	1,862	1,680	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	80,836	91,085	96,266	102,962	영업이익	1,904	315	2,083	3,540
유동부채	29,399	38,467	41,877	46,224	증가율(%)	-51.4	-83.4	560.4	69.9
매입채무	8,534	8,250	8,725	8,522	영업이익률(%)	2.5	0.4	2.6	4.6
단기차입금	8,185	10,185	11,185	11,685	이자수익	395	550	543	650
유동성장기부채	3,435	8,370	7,223	7,343	이자비용	1,144	1,542	1,586	1,646
비유동부채	21,416	25,116	26,416	27,416	지분법이익(손실)	133	191	109	144
사채	10,004	11,204	11,704	11,904	기타영업외손익	-170	-1,506	-172	-176
장기차입금	7,711	10,211	11,011	11,811	세전계속사업이익	932	-2,380	731	2,243
부채총계	50,816	63,584	68,293	73,641	법인세비용	377	23	169	518
지배주주지분	22,203	20,978	21,146	21,566	세전계속이익률(%)	1.2	-3.2	0.9	2.9
자본금	510	485	485	485	당기순이익	555	-2,403	562	1,725
자본잉여금	10,396	10,396	10,396	10,396	순이익률(%)	0.7	-3.2	0.7	2.2
이익잉여금	11,253	9,953	10,022	10,342	지배주주귀속 순이익	256	-1,110	260	797
기타자본항목	45	144	243	343	기타포괄이익	99	99	99	99
비지배주주지분	7,817	6,524	6,827	7,755	총포괄이익	654	-2,303	661	1,825
자본총계	30,020	27,502	27,973	29,321	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	5,368	1,915	4,200	6,721	주당지표 (원)				
당기순이익	555	-2,403	562	1,725	EPS	2,624	-11,362	2,676	8,215
유형자산감가상각비	1,821	2,046	2,082	2,196	BPS	217,879	216,299	218,037	222,368
무형자산감각비	209	234	206	182	CFPS	23,409	11,984	26,273	32,735
지분법관련손실(이익)	133	191	109	144	DPS	-	2,000	2,000	5,000
투자활동 현금흐름	-11,244	-8,562	-6,387	-5,647	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-11,217	-8,200	-6,050	-5,250	PER	53.5		46.5	15.2
무형자산의 처분(취득)	-218	-	-	-	PBR	0.6	0.6	0.6	0.6
금융상품의 증감	-1,134	-546	-501	-561	PCR	6.0	10.4	4.7	3.8
재무활동 현금흐름	9,490	15,813	6,166	6,632	EV/EBITDA	7.7	15.6	9.6	6.7
단기금융부채의증감	610	6,935	-147	620	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,854	3,700	1,300	1,000	ROE	1.2	-5.1	1.2	3.7
자본의증감	1,137	-25	-	-	EBITDA0이익률	5.1	3.5	5.5	7.7
배당금지급	-79	-79	-79	-79	부채비율	169.3	231.2	244.1	251.2
현금및현금성자산의증감	3,595	4,920	-213	3,537	순부채비율	53.0	78.7	82.2	71.9
기초현금및현금성자산	9,479	13,074	17,994	17,782	매출채권회전율(x)	9.5	9.7	10.5	10.1
기말현금및현금성자산	13,074	17,994	17,782	21,319	재고자산회전율(x)	6.7	6.9	7.3	7.1

자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

SK이노베이션 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%