

SK이노베이션 (096770)

E&S 합병효과가 무색했던 실적

목표주가 13만원 하향, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가를 13만원으로 하향한다. 전통에너지 사업, 특히 유가 하락으로 석유 부문 이익 체력이 당초 예상치보다 약해졌고, 하반기 미국의 상호관세가 현실화될 경우 배터리 수익성 개선에 부담이 될 수밖에 없다는 점도 보수적으로 선반영하였다.

당초 전통에너지가 바텀을 지지해주는 동시에 SK-On 점진적 적자 축소와 E&S 밸류가 반영되는 그림을 예상했다. 그러나 전통에너지 이익 체력은 약해졌고 하반기 미국 관세 불확실성까지 감안하면 SK-On 이익개선 역시 더딜 수밖에 없다. 단기적으로 모멘텀은 약한 상황이나, E&P 및 E&S에서 상대적으로 안정적인 이익체력을 이어가고 있고 동사 최대 리스크인 차입금과 관련해 경영진에서도 그 심각성과 차입금 축소 의지를 강하게 보여주고 있음은 고무적이다. 석유부문 이익 상저하고와 E&P/E&S 안정적 이익 창출, LNG 사업 확대 잠재력, 재무구조 개선 가능성 등에 무게를 놓고 매수의견은 유지한다.

1Q25 Review: -446억원(적자전환 QoQ) vs 컨센서스 721억원

1분기 -446억원의 손실을 기록하며 QoQ 및 컨센서스 721억원 대비 적자전환하였다. 부문별로는 정유 363억원, 화학 -1,143억원, 윤활유 1,474억원, 배터리 -2,993억원, E&S 1,931억원 등의 손익을 각각 실현하였다. 지난 11월 합병완료된 E&S, 트레이딩, 엔텀 실적이 1분기부터 온기 반영되었음에도 정제마진과 유가 하락으로 인한 석유사업 이익 축소와 화학 적자 확대, SK-On 적자 지속 등에 따라 그 효과는 사실상 무색했다. 외형은 매출액 기준 YoY, QoQ 모두 약 10% 성장했지만, 이익 측면에서는 양적으로도 질적으로도 크게 개선된 느낌이 아니었다는 점에서 아쉽다.

2분기는 1분기 대비 눈높이를 좀 더 낮춰 볼 필요가 있다. 최근 정제마진이 바닥에서 반등하고 있고 5월 OSP 또한 대폭 인하되긴 했으나, 유가 급락을 감안하면 재고손실 발생에 따른 석유부문 적자 가능성이 높고, 화학도 적자 지속이 불가피하다. 윤활유가 성수기 진입하지만 석유/화학 부문의 부진을 상쇄시키기엔 턱없이 역부족이다. E&S도 정기보수 진행으로 이익 기여도 축소가 예상된다.

그래도 SK-On 미국 출하량 증가 확인은 고무적

그래도 인상적인 부분은 25년 들어 SK-On 배터리가 미국 시장에서 확실히 약진하고 있다는 점이다. 1분기 매출 1.6조원(+0.4%QoQ), 영업적자 -3천억원(+601억원QoQ)을 각각 기록했는데, 전 분기 반영된 일회성 이익과 배터리 판가 하락을 고려하면 실질적 출하량 증가는 약 30% 내외로 추정된다. 특히 대부분의 성장이 미국 내에서 이뤄지며 1분기 AMPC 금액도 1,780억원으로 4분기 813억원 대비 +112% 증가했다.

하반기 미국 상호관세 부가가 현실화될 경우 EV 가격 상승으로 인한 전반적인 수요 위축 뿐 아니라 양극재/음극재 등 배터리 생산에 필요한 원부자재 도입단가 상승으로 SK-On 수익성 개선에도 부담일 수밖에 없다. 그러나 동사의 주요 고객인 현대차가 미국에서 상대적으로 선방하고 있고 BOSK 센터기 1공장 연내 점진적 상업가동 시작, 24년 기저효과까지 감안하면 그래도 25년 출하량 확대와 AMPC 증가, 이로 인한 적자 축소를 이어갈 수 있다는 판단이다. 이와 같은 (+), (-) 요인들을 모두 감안해서 25년 배터리 영업적자는 24년 -1.13조원 대비 약 30% 축소된 -7,885억원으로 추정한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

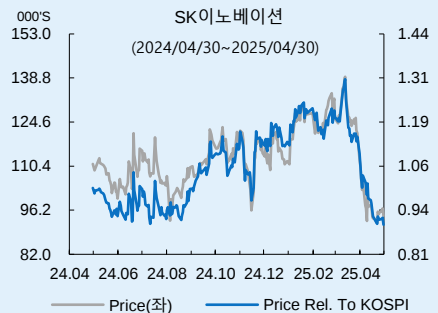
목표주가(12M)	130,000원(하향)
증가(2025.04.30)	94,400원
상승여력	37.7 %

Stock Indicator

자본금	786십억원
발행주식수	15,103만주
시가총액	14,258십억원
외국인지분율	13.6%
52주 주가	92,100~139,200원
60일평균거래량	304,183주
60일평균거래대금	35.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.1	-26.0	-22.5	-13.4
상대수익률	-13.1	-27.5	-23.1	-8.7

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	74,717	81,697	78,197	78,934
영업이익(십억원)	315	703	2,212	3,131
순이익(십억원)	-2,260	-775	533	1,350
EPS(원)	-21,236	-5,089	3,500	8,862
BPS(원)	161,813	176,980	200,735	229,852
PER(배)			27.0	10.7
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.4
ROE(%)	-9.6	-3.0	1.9	4.1
배당수익률(%)	3.6	4.3	4.3	4.3
EV/EBITDA(배)	16.6	9.4	6.8	5.6

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	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	18,855	18,799	17,657	19,406	21,147	19,703	20,041	20,806	77,288	74,717	81,697
영업이익	624.7	-46	-423	160	-45	-81	277	551	1,904	315	703
영업이익률	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	-0.2%	-0.4%	1.4%	2.6%	2.5%	0.4%	0.9%
석유											
매출액	12,855	13,164	12,134	11,687	11,918	11,606	11,467	11,704	47,551	49,840	46,695
영업이익	591	144	-617	342	36	-95	90	320	811	461	351
영업이익률	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	0.3%	-0.8%	0.8%	2.7%	1.7%	0.9%	0.8%
화학											
매출액	2,759	2,594	2,625	2,373	2,477	2,451	2,363	2,342	10,744	10,352	9,634
영업이익	125	99	-14.4	-84	-114	-70	-49	-35	517	125	-268
영업이익률	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-4.6%	-2.9%	-2.1%	-1.5%	4.8%	1.2%	-2.8%
유탄유											
매출액	1,137	1,063	1,065	971	972	1,028	1,072	1,088	4,693	4,235	4,160
영업이익	220	152	174.4	140	121	147	159	142	998	687	570
영업이익률	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	12.5%	14.3%	14.9%	13.0%	21.3%	16.2%	13.7%
SK-On (AMPC 반영)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,605	1,731	1,956	2,186	12,897	6,267	7,478
영업이익	-332	-460	24	-359	-299	-221	-161	-107	-581	-1,127	-789
영업이익률	-19.7%	-29.6%	1.7%	-22.5%	-18.6%	-12.8%	-8.2%	-4.9%	-4.5%	-18.0%	-10.5%
SK-On(AMPC 제외)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,605	1,731	1,956	2,186	12,897	6,267	7,478
영업이익	-370	-572	-37	-441	-477	-407	-352	-328	-1,198	-1,420	-1,564
영업이익률	-22.0%	-36.8%	-2.6%	-27.6%	-29.7%	-23.5%	-18.0%	-15.0%	-9.3%	-22.7%	-20.9%
AMPC 추정											
판매량(GW)	0.6	1.8	1.0	1.3	2.7	2.9	3.0	3.5	10.5	4.8	12.2
AMPC 반영	38.5	111.9	60.8	81.3	178.0	185.6	191.4	220.5	617.0	292.5	775.5
SKE&S											
매출액				2,354	3,752	2,469	2,765	3,062		2,354	12,048
영업이익				123	193	137	218	208		123	756
영업이익률				5.2%	5.1%	5.5%	7.9%	6.8%		5.2%	6.3%
소재 및 기타											
매출액	420	425	402	422	422	420	418	423	1,404	1,670	1,682
영업이익	20	18	9	-2	18	22	19	24	160	46	84
영업이익률	4.8%	4.3%	2.3%	-0.4%	4.3%	5.2%	4.7%	5.7%	11.4%	2.8%	5.0%

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

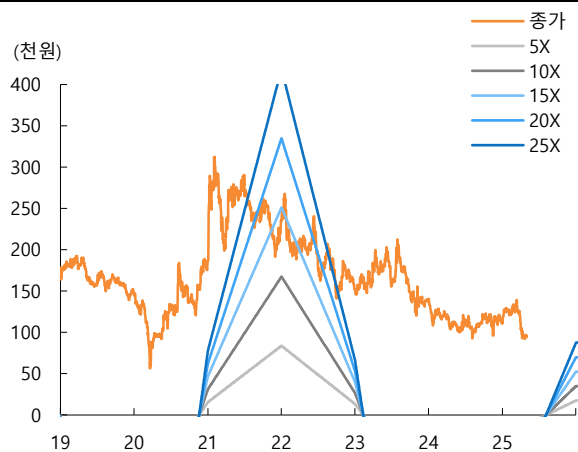
주3: 24년 11월 1일 SK-On과 합병 완료된 SKTI, SK엔텀 실적은 연결 기준으로 정유부문에 이미 포함되고 있기 때문에 SK-On 실적은 배터리 부문만 포함되어 있음

표2. SK 이노베이션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(단위: 십억원)	2025년 EBITDA	EV/EBITDA Multiple	EV	참고 내용
사업가치 합계			40,846	(A) = (a)+(b)+(c)+(d)+(e)+(f)+(g)
정유	1,056	7.5	7,922	(a) 글로벌 정유사 2025년 EV/EBITDA 평균
화학	169	5.2	877	(b) 롯데케미칼, 대한유화 2025년 EV/EBITDA 평균
윤활유	939	7.5	7,045	(c) 글로벌 정유업체 2025년 EV/EBITDA 평균
배터리(SK-On)	657	8.1	4,772	(d) 글로벌 배터리 업체 2025년 EV/EBITDA 대비 30% 할인
소재(SKIET)	213	7.0	912	(e) SKIET 자본가치(70% 할인) 및 EV/EBITDA 적용한 값의 평균
E&P			7,178	(f) 23년 말 동사 확인 매장량 3.3억 배럴, 배럴당 \$15 적용
SKE&S	1,214	10.0	12,140	(g) SK가스 2024~2026년 EV/EBITDA 적용
투자자산가치	9,775		6,843	(B): 2025년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			28,185	(C): 2025년 당사 예상치 기준
우선주 시가총액			83.9	(D): 2025년 4월 30일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			19,420	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 발행주식 수			151,034,776	(F)
적정주가 (원)			128,578	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			130,000	
현재주가 (원)			94,400	2025년 4월 30일 종가 기준
상승여력 (%)			37.7%	

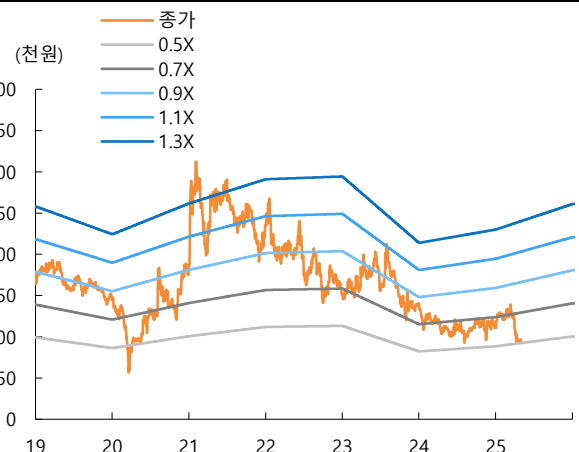
자료: iM증권 리서치본부

그림1. SK 이노베이션 12M Forward PER 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림2. SK 이노베이션 12M Forward PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

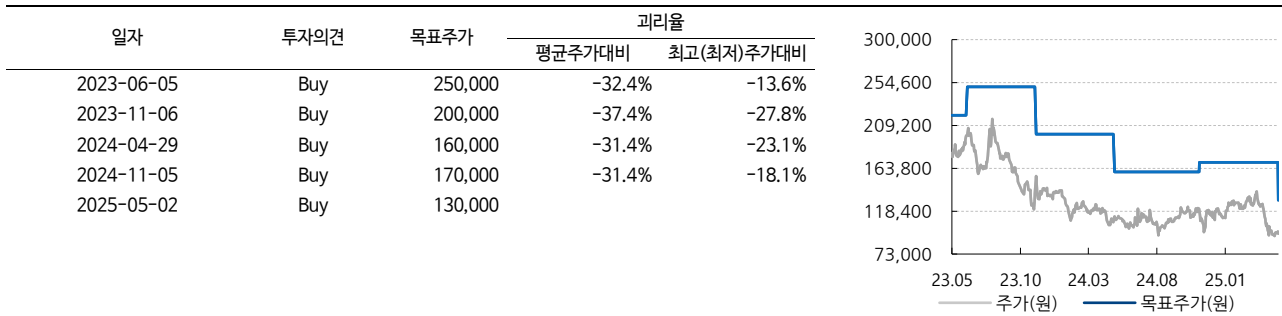
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	36,318	34,419	34,282	35,004	매출액	74,717	81,697	78,197	78,934
현금 및 현금성자산	15,865	13,120	13,888	14,456	증가율(%)	-3.3	9.3	-4.3	0.9
단기금융자산	266	269	271	274	매출원가	70,678	76,953	72,241	72,018
매출채권	8,753	8,888	8,515	8,594	매출총이익	4,039	4,744	5,956	6,916
재고자산	10,336	11,301	10,817	10,919	판매비와관리비	4,016	4,041	3,743	3,785
비유동자산	74,212	74,443	76,279	78,292	연구개발비	480	-	-	-
유형자산	56,720	59,709	61,632	63,440	기타영업수익	292	-	-	-
무형자산	2,938	2,501	2,137	1,834	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	110,530	108,863	110,561	113,296	영업이익	315	703	2,212	3,131
유동부채	37,726	36,087	35,141	34,675	증가율(%)	-83.4	122.9	214.6	41.5
매입채무	9,912	9,811	9,390	9,479	영업이익률(%)	0.4	0.9	2.8	4.0
단기차입금	12,051	11,451	10,851	10,051	이자수익	420	349	369	384
유동성장기부채	6,050	5,122	5,205	5,459	이자비용	1,520	1,342	1,295	1,238
비유동부채	33,156	30,856	29,856	28,556	지분법이익(손실)	-430	-82	-82	-92
사채	11,634	10,634	10,134	9,634	기타영업외손익	-518	-268	-315	-291
장기차입금	15,398	14,098	13,598	12,798	세전계속사업이익	-2,380	-1,058	728	1,842
부채총계	70,881	66,943	64,997	63,230	법인세비용	-7	-244	168	426
지배주주지분	24,641	26,951	30,569	35,003	세전계속이익률(%)	-3.2	-1.3	0.9	2.3
자본금	786	786	786	786	당기순이익	-2,372	-814	559	1,417
자본잉여금	12,747	12,747	12,747	12,747	순이익률(%)	-3.2	-1.0	0.7	1.8
이익잉여금	8,231	7,153	7,382	8,428	지배주주귀속 순이익	-2,260	-775	533	1,350
기타자본항목	2,733	6,121	9,509	12,897	기타포괄이익	3,388	3,388	3,388	3,388
비지배주주지분	15,007	14,969	14,995	15,063	총포괄이익	1,016	2,575	3,948	4,805
자본총계	39,649	41,920	45,564	50,065	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,233	1,896	4,716	4,860	주당지표(원)				
당기순이익	-2,372	-814	559	1,417	EPS	-21,236	-5,089	3,500	8,862
유형자산감가상각비	2,125	3,361	3,327	3,272	BPS	161,813	176,980	200,735	229,852
무형자산상각비	330	436	364	303	CFPS	1,829	19,846	27,735	32,337
지분법관련손실(이익)	-430	-82	-82	-92	DPS	4,050	4,050	4,050	4,050
투자활동 현금흐름	-7,295	450	800	754	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-9,956	-6,350	-5,250	-5,080	PER			27.0	10.7
무형자산의 처분(취득)	-175	-	-	-	PBR	0.7	0.5	0.5	0.4
금융상품의 증감	-3,746	303	-446	-662	PCR	61.2	4.8	3.4	2.9
재무활동 현금흐름	7,327	-1,686	619	289	EV/EBITDA	16.6	9.4	6.8	5.6
단기금융부채의증감	1,524	-1,528	-517	-546	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	4,012	-2,300	-1,000	-1,300	ROE	-9.6	-3.0	1.9	4.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	3.7	5.5	7.5	8.5
배당금지급	-85	-85	-85	-85	부채비율	178.8	159.7	142.6	126.3
현금및현금성자산의증감	2,791	-2,745	768	568	순부채비율	73.1	66.6	56.2	46.4
기초현금및현금성자산	13,074	15,865	13,120	13,888	매출채권회전율(x)	8.9	9.3	9.0	9.2
기말현금및현금성자산	15,865	13,120	13,888	14,456	재고자산회전율(x)	7.0	7.6	7.1	7.3

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 기관투자자 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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%