

SK이노베이션(096770)

엔무브 상장 철회가 시사하는 것

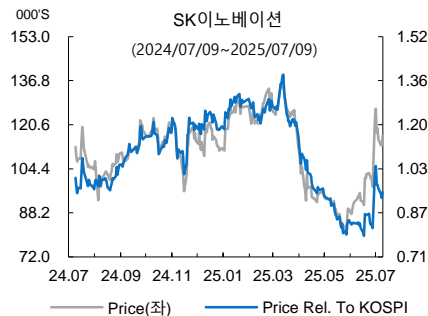
Hold (Downgrade)

목표주가(12M)	130,000원(유지)
증가(2025.07.09)	116,500원
상승여력	11.6 %

Stock Indicator

자본금	786십억원
발행주식수	15,103만주
시가총액	17,596십억원
외국인지분율	13.8%
52주 주가	81,100~139,200원
60일평균거래량	483,732주
60일평균거래대금	49.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	24.9	25.7	-8.6	3.6
상대수익률	15.1	-10.9	-32.9	-5.7



[투자포인트]

- 목표주가 13만원 유지. 상승여력 15% 미만에 그쳐 투자의견 Hold 변경. 현 시점에서는 목표주가 변경의 근거가 될 수 있는 연간 실적 또는 멀티플 상향 요인 부재. 하반기도 예상보다 가파른 On 수익성 개선이나 차입금 축소로 기업가치 상향될 수 있을 때 목표주가 재산정해 투자의견 변경할 예정
- 1분기 영업손익 -2,029억원(적자확대QoQ) 및 컨센서스 -1,725억원 대비 하회 전망
- 정유는 -2,274억원(적자전환QoQ) 예상. 정제마진 강세였음에도 환율하락과 OSP 상승으로 대부분 상쇄되고, 재고손실도 3천억원 내외 달했을 것으로 추정. 화학은 납사 하락으로 PX/PE/PP 등 주요 제품 마진 확대된 만큼 -567억원으로 적자 축소되겠지만 PX 여전히 손실 구간에 있고 정기보수도 있었던 만큼 흑자전환까진 어려울 듯. 윤활유는 성수기와 스프레드 개선으로 1,474억원(+21.4%QoQ) 예상. On은 미국 출하량 확대로 수익성 개선 및 AMPC(2,079억원)도 증가 예상. 이에 -3천억 적자였던 전 분기 대비 2분기 -2,248억원으로 손실 축소 예상
- 지난 6/25 동사는 엔무브 지분 30% 매입하며 사실상 상장 철회. 중복상장에 대한 정부의 암묵적인 제재 영향. 일단 중복상장 부담 소멸된 만큼 긍정적. 26년 시한인 On 상장은 좀 더 지켜봐야 하나, 하더라도 이전과 다르게 기존 주주들의 권익을 최대한 보호하는 쪽으로 진행될 수밖에 없을 것. 한편, 신용등급 하락으로 재무구조 개선 절실한 동사는 최근 E&S 자산 유동화 통한 차입금 축소에 나서고 있는데, 지금까지 주가의 최대 걸림돌이었던 On 실적 부진과 과도한 차입금의 개선 조짐이 보다 가시화되면 디스카운트도 구조적으로 축소 가능해질 전망

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	74,717	78,354	76,513	78,310
영업이익(십억원)	315	363	1,382	2,799
순이익(십억원)	-2,260	-1,022	-89	1,085
EPS(원)	-21,236	-6,708	-585	7,126
BPS(원)	161,813	175,360	195,031	222,413
PER(배)				16.3
PBR(배)	0.7	0.7	0.6	0.5
ROE(%)	-9.6	-4.0	-0.3	3.4
배당수익률(%)	3.6	3.5	3.5	3.5
EV/EBITDA(배)	16.6	10.9	8.7	6.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

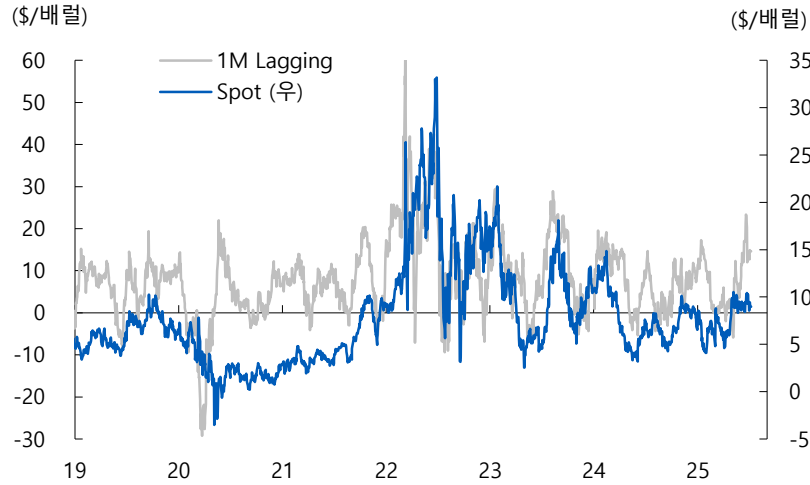
SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(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	18,906	18,973	19,328	77,288	74,717	78,354
영업이익	625	-46	-423	160	-45	-203	316	294	1,904	315	363
영업이익률	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	-0.2%	-1.1%	1.7%	1.5%	2.5%	0.4%	0.5%
석유											
매출액	12,855	13,164	12,134	11,687	11,918	10,746	10,760	10,976	47,551	49,840	44,400
영업이익	591	144	-617	342	36	-227	159	181	811	461	149
영업이익률	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	0.3%	-2.1%	1.5%	1.7%	1.7%	0.9%	0.3%
화학											
매출액	2,759	2,594	2,625	2,373	2,477	2,177	2,214	2,170	10,744	10,352	9,038
영업이익	125	99	-14	-84	-114	-57	-50	-33	517	125	-254
영업이익률	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-4.6%	-2.6%	-2.3%	-1.5%	4.8%	1.2%	-2.8%
운활유											
매출액	1,137	1,063	1,065	971	972	1,004	1,032	1,048	4,693	4,235	4,057
영업이익	220	152	174	140	121	147	159	142	998	687	570
영업이익률	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	12.5%	14.7%	15.4%	13.5%	21.3%	16.2%	14.0%
SK-On (AMPC 반영)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,605	2,164	1,881	1,795	12,897	6,267	7,445
영업이익	-332	-460	24	-359	-299	-225	-181	-214	-581	-1,127	-919
영업이익률	-19.7%	-29.6%	1.7%	-22.5%	-18.6%	-10.4%	-9.6%	-11.9%	-4.5%	-18.0%	-12.3%
SK-On(AMPC 제외)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,605	2,164	1,881	1,795	12,897	6,267	7,445
영업이익	-370	-572	-37	-441	-477	-433	-339	-323	-1,198	-1,420	-1,572
영업이익률	-22.0%	-36.8%	-2.6%	-27.6%	-29.7%	-20.0%	-18.0%	-18.0%	-9.3%	-22.7%	-21.1%
AMPC 추정											
판매량(GW)	0.6	1.8	1.0	1.3	2.7	3.3	2.5	1.7	10.5	4.8	10.3
AMPC 반영	38.5	111.9	60.8	81.3	178.0	207.9	157.7	109.1	617.0	292.5	652.7
SK E&S											
매출액				2,354	3,752	2,436	2,693	2,941		2,354	11,822
영업이익				123	193	151	218	202		123	764
영업이익률				5.2%	5.1%	6.2%	8.1%	6.9%		5.2%	6.5%
소재 및 기타											
매출액	420	425	402	422	422	379	392	398	1,404	1,670	1,591
영업이익	20	18	9	-2	18	8	11	16	160	46	53
영업이익률	4.8%	4.3%	2.3%	-0.4%	4.3%	2.1%	2.9%	3.9%	11.4%	2.8%	3.3%

자료: iM증권 리서치본부

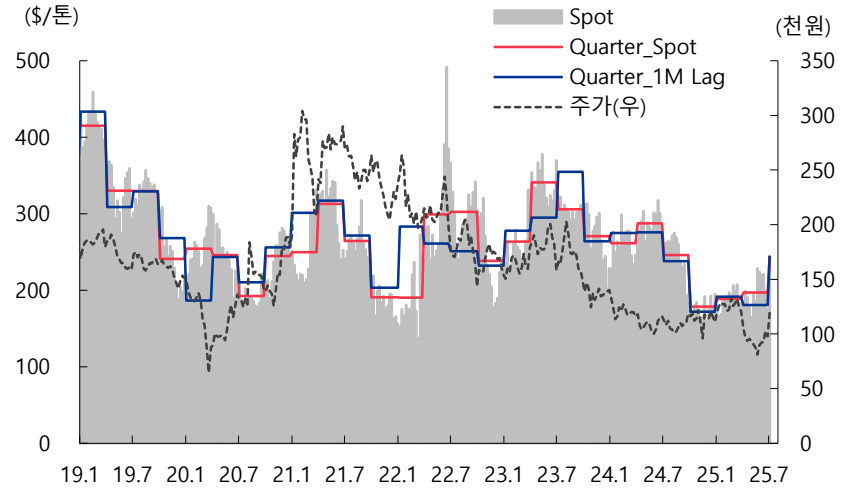
주: 동사 LiBS 부문 이익은 내부거래로 인해 SKIET 실적과 상이하며, 당사 추정치에 기반한 매출액에 E&P, Staff 비용 등 기타부문과 합산 반영

복합정제마진 추이



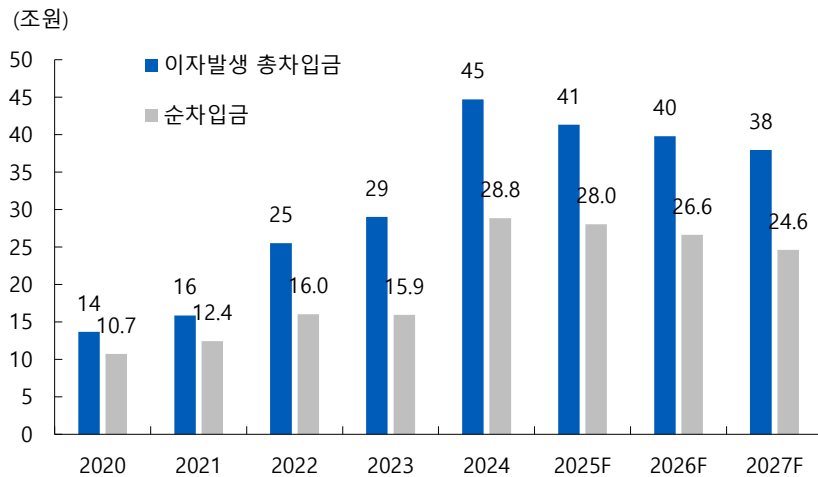
자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

SK이노베이션 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



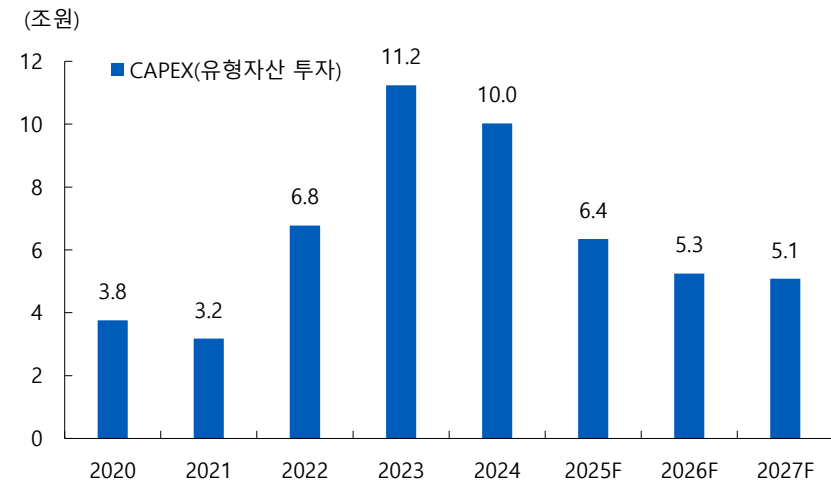
자료 : iM증권 리서치본부

SK이노베이션 2020년 이후 총차입금, 순차입금 추이 및 전망



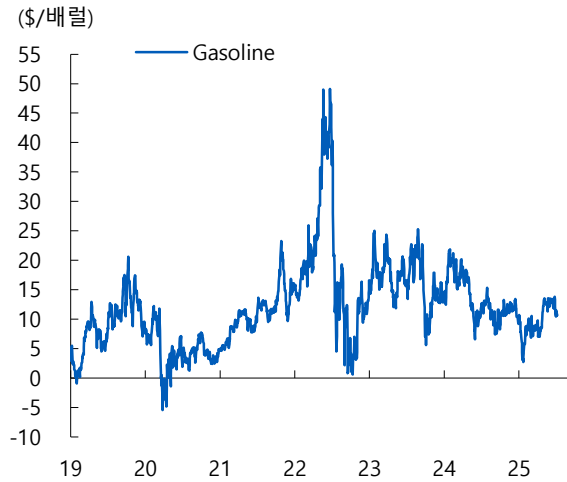
자료 : iM증권 리서치본부
주: 지분증권 포함한 기타금융자산, 일부 비핵심자산 매각 등을 통한 현금 마련 가정

SK이노베이션 2020년 이후 CAPEX 추이 및 전망



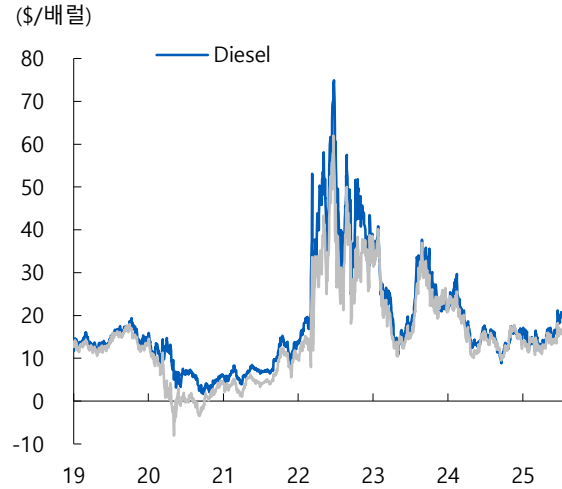
자료 : iM증권 리서치본부

휘발유 스프레드 추이



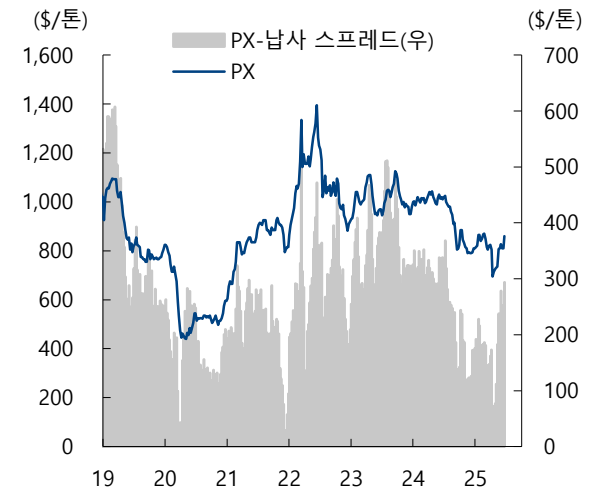
자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

중간유분 스프레드 추이



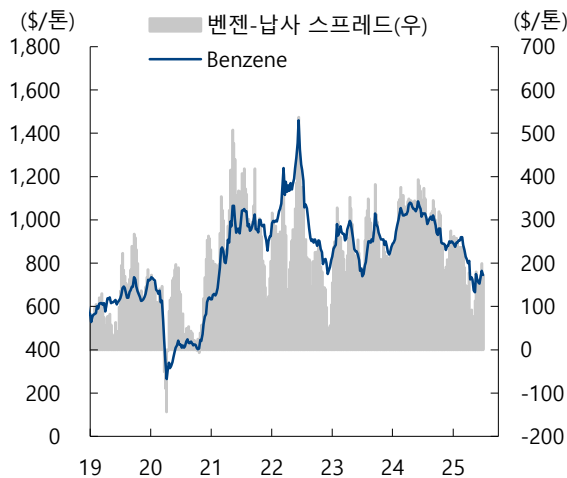
자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

PX 가격 및 스프레드 추이



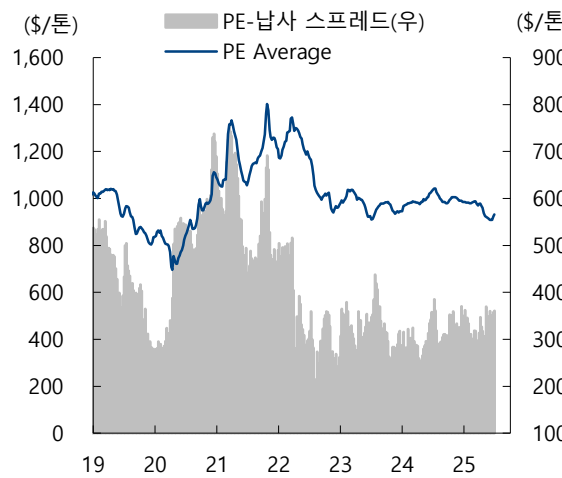
자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

벤젠 가격 및 스프레드 추이



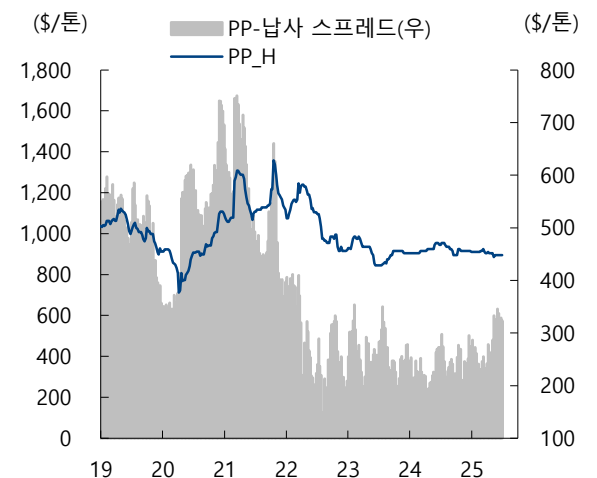
자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

PE 가격 및 스프레드 추이



자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

PP 가격 및 스프레드 추이



자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		36,318	33,759	33,168	33,739
현금 및 현금성자산		15,865	13,278	13,187	13,345
단기금융자산		266	269	271	274
매출채권		8,753	8,532	8,336	8,527
재고자산		10,336	10,839	10,584	10,833
비유동자산		74,212	74,443	76,279	78,292
유형자산		56,720	59,709	61,632	63,440
무형자산		2,938	2,501	2,137	1,834
자산총계		110,530	108,202	109,447	112,031
유동부채		37,726	35,686	34,939	34,600
매입채무		9,912	9,409	9,188	9,404
단기차입금		12,051	11,451	10,851	10,051
유동성장기부채		6,050	5,122	5,205	5,459
비유동부채		33,156	30,856	29,856	28,556
사채		11,634	10,634	10,134	9,634
장기차입금		15,398	14,098	13,598	12,798
부채총계		70,881	66,541	64,795	63,156
지배주주지분		24,641	26,704	29,700	33,870
자본금		786	786	786	786
자본잉여금		12,747	12,747	12,747	12,747
이익잉여금		8,231	6,906	6,513	7,295
기타자본항목		2,733	6,121	9,509	12,897
비지배주주지분		15,007	14,957	14,952	15,006
자본총계		39,649	41,661	44,652	48,876

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		2,233	2,055	3,856	4,450
당기순이익		-2,372	-1,072	-94	1,139
유형자산감가상각비		2,125	3,361	3,327	3,272
무형자산상각비		330	436	364	303
지분법관련손실(이익)		-430	-82	-82	-92
투자활동 현금흐름		-7,295	450	800	754
유형자산의 처분(취득)		-9,956	-6,350	-5,250	-5,080
무형자산의 처분(취득)		-175	-	-	-
금융상품의 증감		-3,746	303	-446	-662
재무활동 현금흐름		7,327	-1,686	619	289
단기금융부채의증감		1,524	-1,528	-517	-546
장기금융부채의증감		4,012	-2,300	-1,000	-1,300
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-85	-85	-85	-85
현금및현금성자산의증감		2,791	-2,587	-92	158
기초현금및현금성자산		13,074	15,865	13,278	13,187
기말현금및현금성자산		15,865	13,278	13,187	13,345

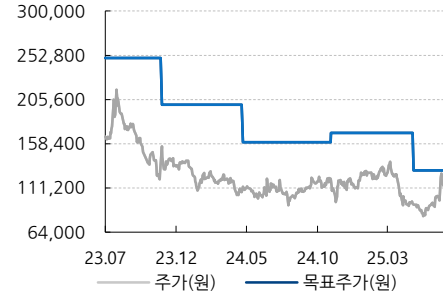
자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		74,717	78,354	76,513	78,310
증가율(%)		-3.3	4.9	-2.3	2.3
매출원가		70,678	74,115	71,469	71,756
매출총이익		4,039	4,239	5,044	6,554
판매비와관리비		4,016	3,876	3,663	3,755
연구개발비		480	-	-	-
기타영업수익		292	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		315	363	1,382	2,799
증가율(%)		-83.4	14.9	281.1	102.6
영업이익률(%)		0.4	0.5	1.8	3.6
이자수익		420	353	351	355
이자비용		1,520	1,342	1,295	1,238
지분법이익(손실)		-430	-82	-82	-92
기타영업외손익		-518	-268	-315	-291
세전계속사업이익		-2,380	-1,395	-122	1,481
법인세비용		-7	-322	-28	342
세전계속이익률(%)		-3.2	-1.8	-0.2	1.9
당기순이익		-2,372	-1,072	-94	1,139
순이익률(%)		-3.2	-1.4	-0.1	1.5
지배주주귀속 순이익		-2,260	-1,022	-89	1,085
기타포괄이익		3,388	3,388	3,388	3,388
총포괄이익		1,016	2,316	3,295	4,527
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-21,236	-6,708	-585	7,126
BPS		161,813	175,360	195,031	222,413
CFPS		1,829	18,227	23,650	30,601
DPS		4,050	4,050	4,050	4,050
Valuation(배)					
PER		-	-	-	16.3
PBR		0.7	0.7	0.6	0.5
PCR		61.2	6.4	4.9	3.8
EV/EBITDA		16.6	10.9	8.7	6.6
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-9.6	-4.0	-0.3	3.4
EBITDA이익률		3.7	5.3	6.6	8.1
부채비율		178.8	159.7	145.1	129.2
순부채비율		73.1	66.6	59.0	49.8
매출채권회전율(x)		8.9	9.1	9.1	9.3
재고자산회전율(x)		7.0	7.4	7.1	7.3

SK이노베이션 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-11-06	Buy	200,000	-37.4%	-27.8%
2024-04-29	Buy	160,000	-31.4%	-23.1%
2024-11-05	Buy	170,000	-31.4%	-18.1%
2025-05-02	Buy	130,000	-25.6%	-2.7%
2025-07-10	Hold	130,000		



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-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 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 전제, 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)

[투자비용등급공시 2025-06-30기준]

매수
92.5%

중립(보유)
6.8%

매도
0.7%