

SK이노베이션 (096770)

SK-On 회생에 모든 것을 걸고 있는 중

목표주가 12만원 하향, 투자 의견 Hold 유지

목표주가 12만원 하향, 투자 의견 Hold 유지한다. 전일 발표된 기업가치 제고 방안으로 차입금 축소 예상되는 긍정적이다. 그러나 차입금 감소는 기존 동사 적정주가 산출에서 반영하고 있었고, On(배터리) 실적 부진과 금번 제3자배정 유상증자에 따른 발행주식수 증가로 오히려 적정가치는 좀 더 하향 추정된다.

하반기는 유가 급락 효과 소멸과 정제마진 강세로 정유부문에서 이익 증가가 예상되고, E&S 역시 성수기 진입 및 CB 가스전 신규 가동에 따른 LNG 도입가 하락으로 뚜렷한 상저하고 흐름이 예상된다. 반면, 배터리는 미국 관세부담과 보조금 중단에 따른 수요 둔화, BOSK 가동 관련 고정비 반영으로 적자규모 확대가 불가피할 전망이다.

2Q25 Review: -4,176억원(적자확대 QoQ) vs 컨센서스 -2,728억원

2분기 동사는 -4,176억원의 손실을 기록하며 전 분기 -446억원 대비 적자확대되었고, 컨센서스 -2,728억원 대비로도 적자 규모가 컸다. 유가 하락으로 정유부문에서 대규모 재고평가손실 발생하며 -4,663억원의 적자 발생했고, 석유화학도 정기보수와 BZ 마진 축소 등에 따라 전 분기와 유사한 규모의 적자가 이어진 영향이다. 윤활유는 성수기 및 마진 개선으로 1,346억원(+11%QoQ) 호실적 기록했으나, E&S는 도시가스 비수기로 인한 판매량 감소와 발전소 정기보수로 영업이익은 1,150억원(-40%QoQ)에 그쳤다.

한편, On(배터리) 영업적자는 -664억원으로 전 분기 -2,993억원 대비 대폭 축소됐다. 북미공장 가동을 상으로 고정비 부담 줄었고, 판매량 늘어 AMPC도 2,734억원으로 전 분기 1,780억원 대비 대폭 늘어난 영향이다. 다만, 3분기부터 본격화되는 관세 부담 뿐만 아니라 9/30 미국 EV 보조금 중단 등으로 수요 위축이 예상되고, 쉘터키 BOSK 공장도 신규 가동을 시작하는 만큼 초기 운영비 부담 증가가 불가피할 전망이다. 이에 따라 3분기 On(배터리) 부문은 -2,393억원으로 재차 적자 확대될 것으로 예상된다.

On 회생에 모든 것을 걸고 있지만, 최대 관건은 배터리 자체 수익성 회복

전일 동사는 기업가치 제고 전략 방안으로 1)SK이노베이션과 On, IET 제3자 유상증자 4.3조원, 2)RCPS 0.7조원 발행을 통해 총 5조원의 자본조달, 3)On-엔무브 합병, 4)기존 FI 보유 On 지분 전량 3.59조원에 매입한다는 등의 내용을 공시하였다. Electrification 시대에 맞춰 종합에너지 회사로서의 경쟁력을 확보하기 위한 것이라고 밝히고 있으나, 궁극적으로 이 모든 것은 사실상 수익성 부진 장기화되고 있는 On을 살리기 위함이다.

물론, 양사 모두 자동차 산업을 전방 수요처로 두고 있는 만큼 고객군 활용 및 확대가 가능하고, 엔무브 액침냉각 기술을 On 배터리와 결합하는 등 사업적 측면에서 시너지 효과를 기대해볼 수 있다. 그러나 액침냉각 기술 상업화와 이익 창출까지는 시간이 좀 더 소요되는 부분인 만큼 당장으로는 SK-On 독립법인의 재무구조 개선을 위한 것에 엔무브가 흡수되는 셈이다. 전통에너지와 신에너지 모두 아우르는 SK그룹 내에서 특히 앞장섰던 E&S 합병에 이어 SKTI, 엔텀, 이젠 엔무브까지 On에 흡수시킴으로써 자금줄 역할을 맡기는 것보다는 배터리 자체의 수익성 회복이 무엇보다 절실하다. 투자자들과 경영진의 호흡, 의사결정에 있어 바라보는 주요 관점은 분명 다르다. On 회생을 위해서 전사적으로 고군분투하고 있는 이 움직임들이 그만큼 값진 것이었는지 감히 판단할 순 없지만, 일단 현재 분명한 것은 단기에 그 희생의 가치가 발현되기는 어렵다는 점이다.

Company Brief

Hold (Maintain)

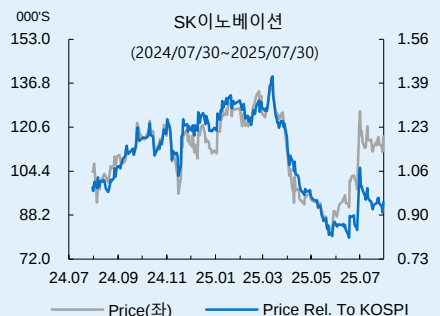
목표주가(12M)	120,000원(하향)
증가(2025.07.31)	107,900원
상승여력	11.2 %

Stock Indicator

자본금	786십억원
발행주식수	15,228만주
시가총액	17,794십억원
외국인지분율	13.9%
52주 주가	81,100~139,200원
60일평균거래량	504,550주
60일평균거래대금	52.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.2	24.2	-8.1	12.5
상대수익률	-10.2	-3.1	-37.4	-5.0

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	74,717	79,254	76,716	78,373
영업이익(십억원)	315	115	1,580	2,727
순이익(십억원)	-2,260	-1,298	76	1,176
EPS(원)	-21,236	-8,215	447	6,907
BPS(원)	161,813	170,576	153,939	160,101
PER(배)			261.9	17.0
PBR(배)	0.7	0.7	0.8	0.7
ROE(%)	-9.6	-4.8	0.3	4.4
배당수익률(%)	3.6	3.5	3.5	3.5
EV/EBITDA(배)	16.6	11.5	8.4	7.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

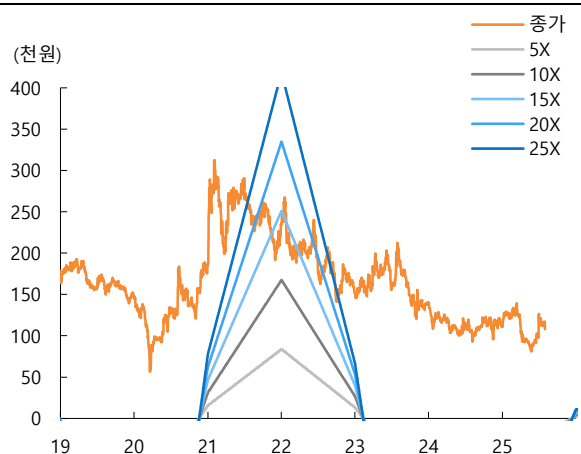
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. SK 이노베이션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(단위: 십억원)	기존 (2025.04.30)			변경 (2025.07.31)			참고 내용
	2025년 EBITDA	Mutiple	EV	2025년 EBITDA	Mutiple	EV	
사업가치 합계			40,846			39,973	(A) = (a)+(b)+(c)+(d)+(e)+(f)+(g)
정유	1,056	7.5	7,922	732	9.2	6,739	(a) 글로벌 정유사 2025년 EV/EBITDA 평균
화학	169	5.2	877	102	7.2	736	(b) 롯데케미칼, 대한유화 2025년 EV/EBITDA 평균
윤활유	939	7.5	7,045	916	9.2	8,430	(c) 글로벌 정유업체 2025년 EV/EBITDA 평균
배터리(SK-On)	657	8.1	4,772	592	7.8	4,146	(d) 글로벌 배터리 2025년 EV/EBITDA 대비 30% 할인
소재(SKIET)	213	7.0	912	193	7.5	886	(e) SKIET 자본가치(70% 할인), EV/EBITDA 적용 값 평균
E&P			7,178			7,178	(f) 23년 말 확인 매장량 3.3억 배럴, 배럴당 \$15 적용
SKE&S	1,214	10.0	12,140	1,186	10.0	11,859	(g) SK가스 2024~2026년 EV/EBITDA 적용
투자자산가치	9,775		6,843	11,488		8,042	(B): 2025년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			28,185			27,512	(C): 2025년 당사 예상치 기준
우선주 시가총액			83.9			89.9	(D): 2025년 7월 31일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			19,420			20,413	(E) = (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 발행주식 수	151,034,776			169,052,788			(F): 7/30 공시된 제3자배정 유상증자 반영
적정주가 (원)			128,578			120,748	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			130,000			120,000	기존 대비 -7.7% 하향 조정
현재주가 (원)						107,900	2025년 7월 31일 종가 기준
상승여력(%)						11.2%	

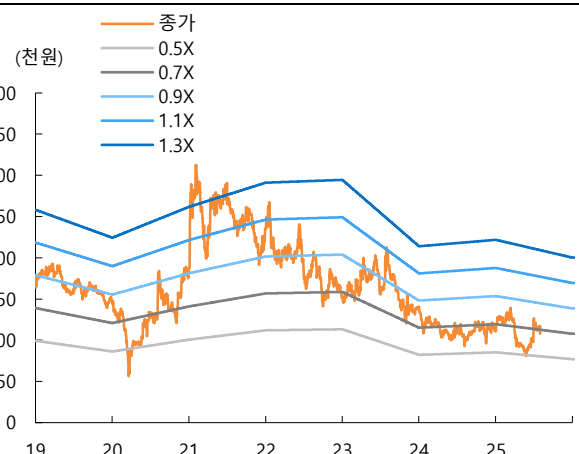
자료: iM증권 리서치본부

그림1. SK 이노베이션 12M Forward PER 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림2. SK 이노베이션 12M Forward PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

표2. SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	18,855	18,799	17,657	19,406	21,147	19,307	19,109	19,691	77,288	74,717	79,254
영업이익	625	-46	-423	160	-45	-418	260	317	1,904	315	115
영업이익률	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	-0.2%	-2.2%	1.4%	1.6%	2.5%	0.4%	0.1%
석유											
매출액	12,855	13,164	12,134	11,687	11,918	11,119	11,081	11,355	47,551	49,840	45,472
영업이익	591	144	-617	342	36	-466	196	261	811	461	27
영업이익률	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	0.3%	-4.2%	1.8%	2.3%	1.7%	0.9%	0.1%
화학											
매출액	2,759	2,594	2,625	2,373	2,477	2,269	2,190	2,139	10,744	10,352	9,075
영업이익	125	99	-14	-84	-114	-119	-65	-36	517	125	-335
영업이익률	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-4.6%	-5.2%	-3.0%	-1.7%	4.8%	1.2%	-3.7%
운할유											
매출액	1,137	1,063	1,065	971	972	894	968	1,051	4,693	4,235	3,885
영업이익	220	152	174	140	121	135	152	138	998	687	547
영업이익률	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	12.5%	15.1%	15.8%	13.1%	21.3%	16.2%	14.1%
SK-On (AMPC 반영)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,605	2,108	1,786	1,809	12,897	6,267	7,308
영업이익	-332	-460	24	-359	-299	-66	-235	-253	-581	-1,127	-854
영업이익률	-19.7%	-29.6%	1.7%	-22.5%	-18.6%	-3.2%	-13.2%	-14.0%	-4.5%	-18.0%	-11.7%
SK-On(AMPC 제외)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,605	2,108	1,786	1,809	12,897	6,267	7,308
영업이익	-370	-572	-37	-441	-477	-340	-393	-362	-1,198	-1,420	-1,572
영업이익률	-22.0%	-36.8%	-2.6%	-27.6%	-29.7%	-16.1%	-22.0%	-20.0%	-9.3%	-22.7%	-21.5%
AMPC 추정											
판매량(GW)	0.6	1.8	1.0	1.3	2.7	4.3	2.5	1.7	10.5	4.8	11.3
AMPC 반영	38.5	111.9	60.8	81.3	178.0	273.4	157.7	109.1	617.0	292.5	718.2
SKE&S											
매출액				2,354	3,752	2,545	2,693	2,941		2,354	11,932
영업이익				123	193	115	218	202		123	728
영업이익률				5.2%	5.1%	4.5%	8.1%	6.9%		5.2%	6.1%
소재 및 기타											
매출액	420	425	402	422	422	372	391	397	1,404	1,670	1,582
영업이익	20	18	9	-2	18	-16	-5	5	160	46	2
영업이익률	4.8%	4.3%	2.3%	-0.4%	4.3%	-4.3%	-1.4%	1.2%	11.4%	2.8%	0.1%

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

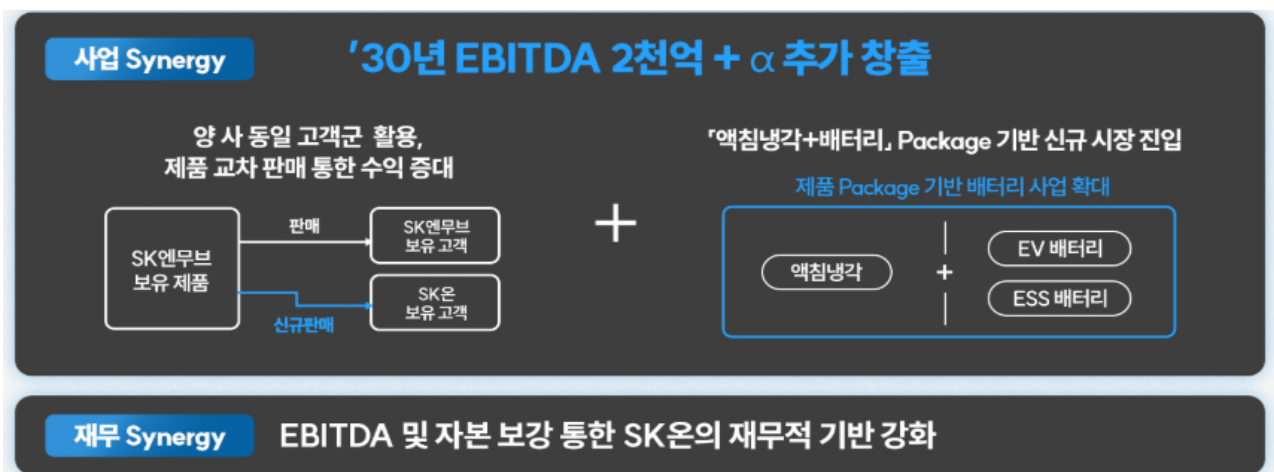
주3: 24년 11월 1일 SK-On과 합병 완료된 SKTI, SK엔텀 실적은 연결 기준으로 정유부문에 이미 포함되고 있기 때문에 SK-On 실적은 배터리 부문만 포함되어 있음

그림3. 2024~2025년 SK 이노베이션 계열 포트폴리오 리밸런싱



자료: SK이노베이션, iM증권 리서치본부

그림4. SK 온-SK 엔비전 합병 및 사업구조 개편



자료: SK이노베이션, iM증권 리서치본부

그림5. SK 이노베이션 재무구조 안정화 개요



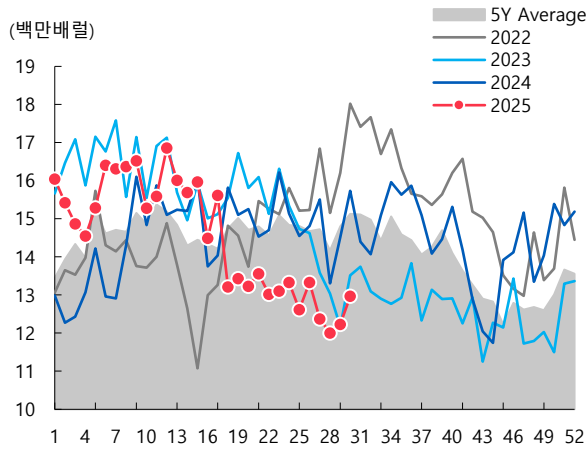
자료: SK이노베이션, iM증권 리서치본부

표3. SK 이노베이션 기업가치 제고 전략 관련 주요 내용

구분	내용	단위	비고
SK이노베이션 자본확충 (총 5조원)	SK이노베이션 제3자배정 유상증자		
	신주발행 (보통주)	18,018,012 (주)	*출자자(출자주식수, 출자비율)
	발행가격	111,000 (원)	- ㈜SK(3,603,603주, 20%)
	증자금액	2,000 (십억원)	- 그 외 FI 7개(14,414,409주, 80%)
	증자 전 발행주식	151,034,776 (주)	*자금목적
	증자비율	12%	- 채무상환(2,000십억원)
	증자 후 발행주식	169,052,788 (주)	
	SK On, 제3자배정 유상증자		
	On 신주발행	41,431,027 (주)	*출자자(출자주식수, 출자비율)
	발행가격	48,273 (원)	- 뉴젠에너지 (41,437,027주, 100%)
	증자금액	2,000 (십억원)	*자금목적
	증자 전 발행주식	548,342,181 (주)	- 채무상환(308십억원)
	증자비율	8%	- 운영자금(1,692십억원)
	증자 후 발행주식	589,773,208 (주)	
	SKIET 제3자배정 유상증자		
	IET 신주발행	10,489,508 (주)	*출자자(출자주식수, 출자비율)
	발행가격	28,600 (원)	- FI 3곳(10,489,508주, 100%)
	증자금액	300 (십억원)	*자금목적
	증자 전 발행주식	71,297,592 (주)	- 운영자금(300십억원)
	증자비율	15%	
	증자 후 발행주식	81,787,100 (주)	
	SK이노베이션 RCPS 발행(2차)		
	발행금액	700 (십억원)	
	이자율	5.04%	
	만기	2055년 08월 04일	
	SK이노베이션 총 자본조달		
		5,000 (십억원)	
SK On-엔무브 합병	SK On, 엔무브 합병(25년 11월 1일 기일)		
	합병비율 (SK온-엔무브)	1:1.6616742	
	합병신주 발행	66,466,968 (주)	
	기존 SK On 발행주식	599,421,286 (주)	
	합병 후 발행주식	707,319,281 (주)	
	SK이노 소유 주식	638,841,250 (주)	
SK이노베이션, FI 소유 On 지분 재매입	SK이노베이션, FI 보유 SK On 주식 취득		
	취득주식수 (CPS)	51,079,105 (주)	*SK-On 상장 의무 소멸
	취득가격	70,245 (원)	
	취득금액	3,588 (십억원)	
	기존 SK이노 보유주식 수	521,295,177 (주)	SK이노베이션의 SK On 지분율: 86.97%
	취득 후 SK이노 보유주식 수	638,841,250 (주)	SK이노베이션의 SK On 지분율: 90.32%
SK(주), 이노베이션 제3자배정 참여	기존 On 발행주식 수	599,421,286 (주)	
	출자주식	3,603,603 (주)	
	발행가격	111,000 (원)	
	출자금액	400 (십억원)	

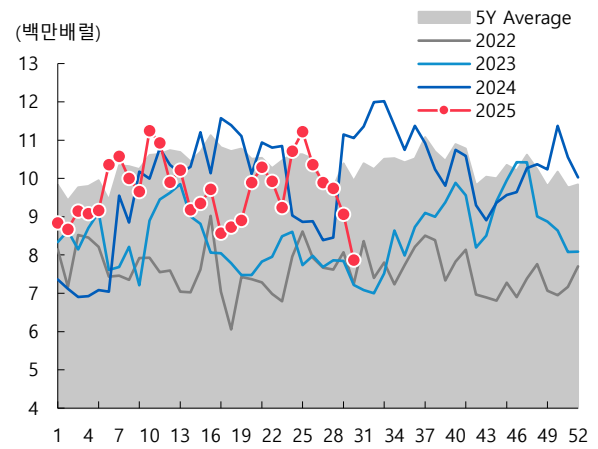
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림6. 싱가포르 경질유분 재고 추이



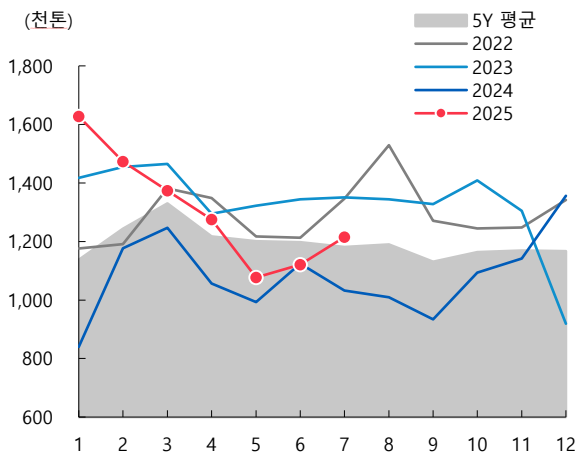
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 싱가포르 중간유분 재고 추이



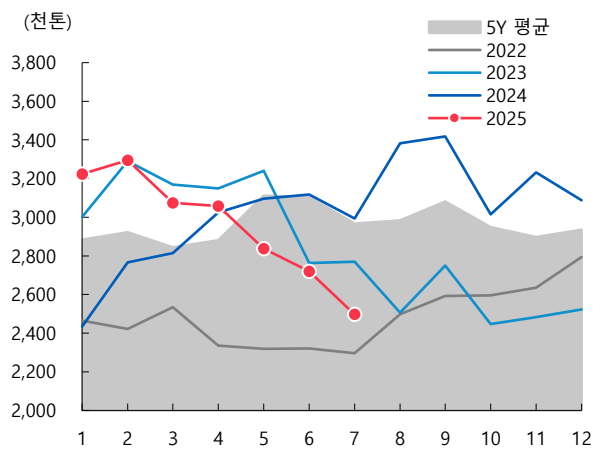
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 유럽 휘발유 재고 추이



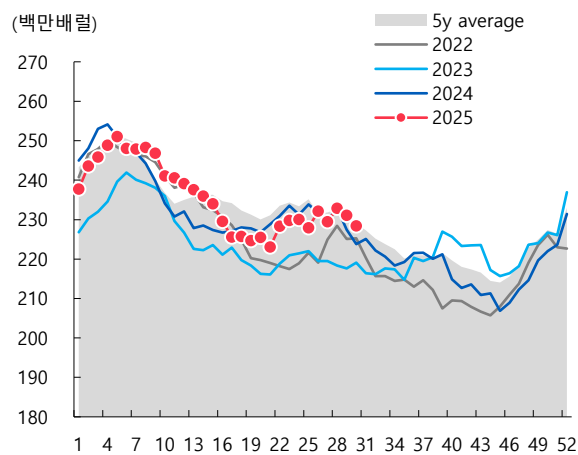
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 유럽 중간유분 재고 추이



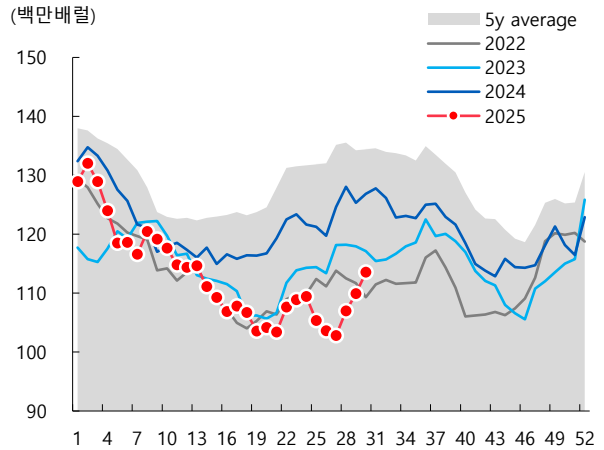
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 미국 휘발유 재고 추이



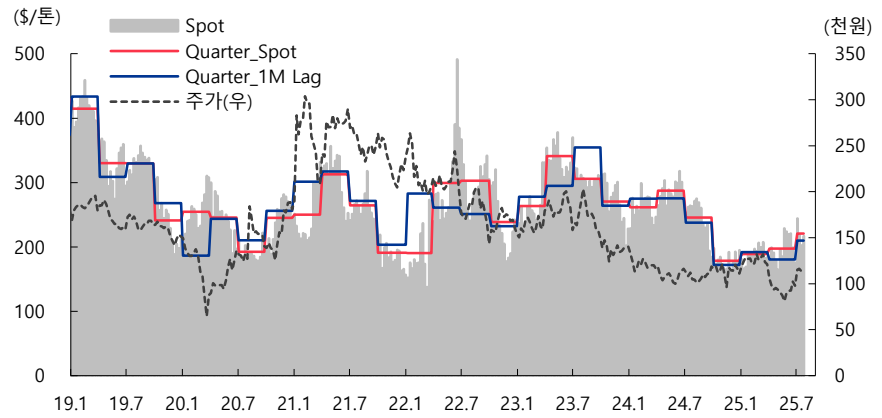
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림11. 미국 중간유분 재고 추이



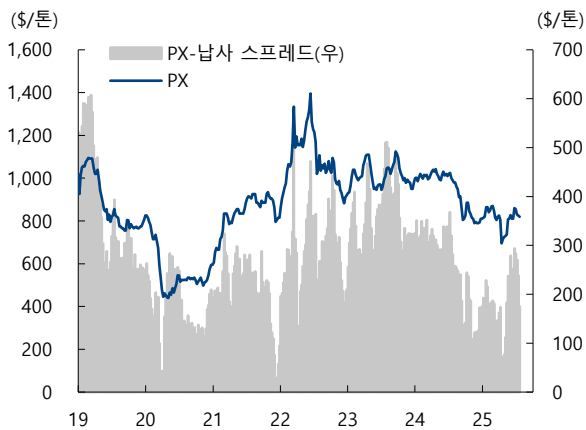
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림12. SK이노베이션 화학부문 가중평균 스프레드 추이



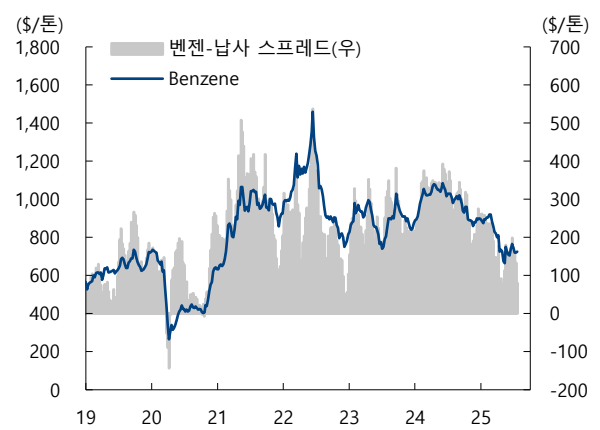
자료: iM증권 리서치본부

그림13. PX 가격 및 스프레드 추이



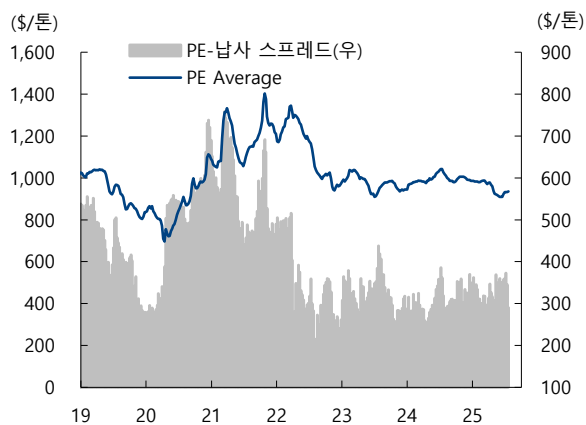
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림14. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



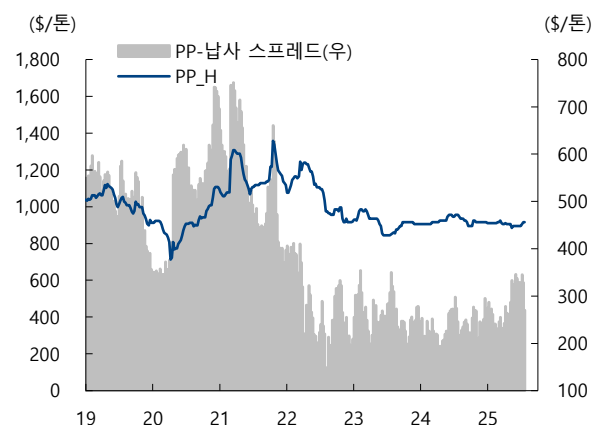
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림15. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림16. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

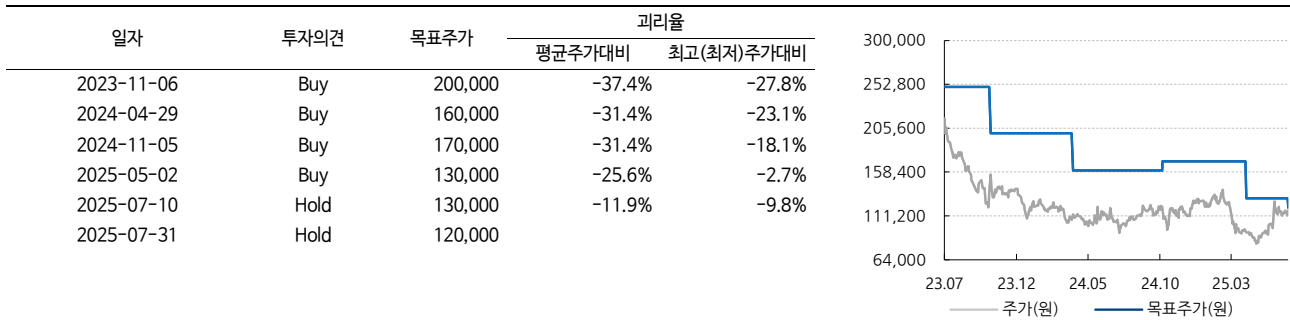
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	36,318	34,767	31,384	30,517	매출액	74,717	79,254	76,716	78,373
현금 및 현금성자산	15,865	13,794	11,665	10,917	증가율(%)	-3.3	6.1	-3.2	2.2
단기금융자산	266	271	269	271	매출원가	70,678	75,219	71,463	71,887
매출채권	8,753	8,628	8,625	8,807	매출총이익	4,039	4,035	5,252	6,485
재고자산	10,336	10,963	9,973	10,188	판매비와관리비	4,016	3,921	3,673	3,758
비유동자산	74,212	75,874	73,398	73,717	연구개발비	480	-	-	-
유형자산	56,720	59,709	58,282	59,370	기타영업수익	292	-	-	-
무형자산	2,938	2,501	2,137	1,834	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	110,530	110,642	104,782	104,234	영업이익	315	115	1,580	2,727
유동부채	37,726	35,794	34,764	34,408	증가율(%)	-83.4	-63.7	1,279.1	72.7
매입채무	9,912	9,517	9,212	9,411	영업이익률(%)	0.4	0.1	2.1	3.5
단기차입금	12,051	11,451	10,651	9,851	이자수익	420	366	311	291
유동성장기부채	6,050	5,122	5,205	5,459	이자비용	1,520	1,342	1,258	1,201
비유동부채	33,156	30,856	28,856	27,556	지분법이익(손실)	-430	-82	-15	57
사채	11,634	10,634	9,634	9,134	기타영업외손익	-518	-604	-258	-196
장기차입금	15,398	14,098	13,098	12,298	세전계속사업이익	-2,380	-1,773	104	1,606
부채총계	70,881	66,649	63,619	61,963	법인세비용	-7	-409	24	371
지배주주지분	24,641	29,049	26,216	27,265	세전계속이익률(%)	-3.2	-2.2	0.1	2.0
자본금	786	876	876	876	당기순이익	-2,372	-1,363	80	1,235
자본잉여금	12,747	14,657	14,657	14,657	순이익률(%)	-3.2	-1.7	0.1	1.6
이익잉여금	8,231	6,593	6,330	7,166	지배주주귀속 순이익	-2,260	-1,298	76	1,176
기타자본항목	2,733	6,079	3,509	3,722	기타포괄이익	3,388	2,924	624	624
비지배주주지분	15,007	14,943	14,947	15,005	총포괄이익	1,016	1,560	704	1,858
자본총계	39,649	43,992	41,163	42,271	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,233	1,346	4,629	4,632	주당지표(원)				
당기순이익	-2,372	-1,363	80	1,235	EPS	-21,236	-8,215	447	6,907
유형자산감가상각비	2,125	3,361	3,327	2,991	BPS	161,813	170,576	153,939	160,101
무형자산상각비	330	436	364	303	CFPS	1,829	15,809	22,119	26,253
지분법관련손실(이익)	-430	-82	-15	57	DPS	4,050	4,050	4,050	4,050
투자활동 현금흐름	-7,295	-1,266	5,007	2,547	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-9,956	-6,350	-1,900	-4,080	PER			261.9	17.0
무형자산의 처분(취득)	-175	-	-	-	PBR	0.7	0.7	0.8	0.7
금융상품의 증감	-3,746	-1,410	405	131	PCR	61.2	7.4	5.3	4.5
재무활동 현금흐름	7,327	314	-617	253	EV/EBITDA	16.6	11.5	8.4	7.2
단기금융부채의증감	1,524	-1,528	-717	-546	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	4,012	-2,300	-2,000	-1,300	ROE	-9.6	-4.8	0.3	4.4
자본의증감	-	2,000	-	-	EBITDA이익률	3.7	4.9	6.9	7.7
배당금지급	-85	-85	-85	-85	부채비율	178.8	151.5	154.6	146.6
현금및현금성자산의증감	2,791	-2,071	-2,129	-748	순부채비율	73.1	61.9	64.8	60.5
기초현금및현금성자산	13,074	15,865	13,794	11,665	매출채권회전율(x)	8.9	9.1	8.9	9.0
기말현금및현금성자산	15,865	13,794	11,665	10,917	재고자산회전율(x)	7.0	7.4	7.3	7.8

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 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%