

SK 이노베이션 (096770)

ESS가 없어서 아쉽다

투자의견

BUY(유지)

목표주가

140,000 원(하향)

현재주가

107,900 원(7/31)

시가총액

16,297 (십억원)

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

- BPS 감소 반영해 목표주가 140,000원으로 13% 하향, 투자의견 BUY 유지. 2Q25 전사 매출액 19조원(-9%qoq, +3%yoy), 영업손실 4,176억원(적지qoq, 적지yoy), 당기순손실 1조원(적지qoq, 적지yoy)으로 당사 추정 영업이익을 크게 하회하는 실적. 정제마진 반등에도 국제유가와 환율 변동으로 인한 정유업 재고손실 규모 확대가 실적 미스(약 2천억원)의 원인. 배터리는 영업손실 664억원으로 적자 2,329억원 축소. 현대차 메타플랜트 가동과 3Q25 예정된 IRA 7,500달러/대 보조금 일몰로 선제 수요가 증가했고 AMPC도 2,734억원으로 증가했기 때문
- 3Q25 매출액 17조원, 영업이익 1,638억원(OPM 0.9%) 전망. 정유업 실적 증가로 흑자 전환 예상. 국제유가 하락이 SMP에 영향을 주며 E&S 실적은 기존 눈높이를 하회할 것으로 예상되며, 화학 점진적 회복 및 윤활유는 현 수준의 실적 유지 전망. 다만, 배터리는 하반기 부진할 것으로 예상. 보조금 일몰 및 수요 감소로 완성차 업체들도 재고소진에 주력할 것으로 전망되기 때문. 매출액 1.4조원, 영업손실 2,567억원(OPM -18.7%)으로 적자 확대 전망

주가(원,7/31)	107,900
시가총액(십억원)	16,297

발행주식수	151,035천주
52주 최고가	140,200원
최저가	80,800원
52주 일간 Beta	1.34
60일 일평균거래대금	540억원
외국인 지분율	13.9%
배당수익률(2025E)	0.0%

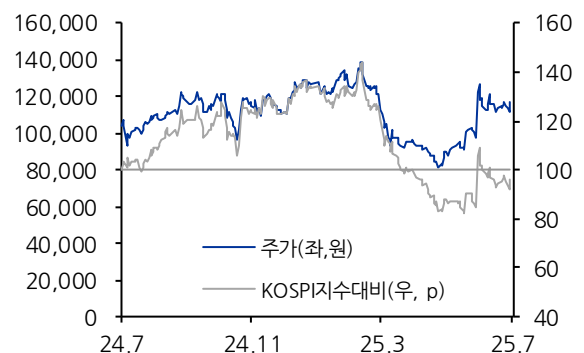
주주구성	
SK (외 11인)	55.9%
국민연금공단 (외 1인)	6.1%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-17.5	-44.3	-13.6
절대기준	-11.8	-15.4	3.6

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	140,000	160,000	▼
영업이익(25)	-89	315	▼
영업이익(26)	1,325	1,815	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	77,288	74,717	74,712	77,178
영업이익	1,287	23	-89	1,325
세전손익	932	-2,380	-3,961	-1,613
당기순이익	555	-2,372	-3,985	-1,113
EPS(원)	2,546	-14,963	-25,172	-6,854
증감률(%)	-84.6	적전	적지	적지
PER(배)	55.1	-	-	-
ROE(%)	1.2	-9.6	-13.7	-3.4
PBR(배)	0.6	0.7	0.5	0.6
EV/EBITDA(배)	9.6	19.6	20.8	12.5

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 2H25 배터리 AMPC 가이드نس, 북미 EV 시장 전망

- 미국 판매량 증가로 2Q25 AMPC 2,734 억원(+60%qoq) 기록
- 2H25 미국 시장은 관세 영향 확대 및 OBBBA 법안 발의로 소비자 수요 불확실성 증대 전망
- 이에 따라 북미 OEM 보수적 재고운영 및 소폭의 수요 감소 예상
- 유연한 라인 계획으로 수익성 확보, 제품 기술 및 마케팅 경쟁력 강화할 것

Q. SK 어스온 광권 확보 현황, 전망

- 인도네시아
 - 2024년 5월 2개(세르팡, 비나이아) 유망 광구 광권 확보, 향후 3년간 탐사 작업 예정
 - 현재 추가 광구 확보 진행 중
- 베트남
 - 15-1/05 광구 내 붉은낙타 구조는 2026년 생산 개시 예정인 황금낙타와 연계 가능성 검토 계획
 - 2H25 15-2/17 광구 내 황금바다사자 구조에서 3Q25부터 매장량 규모 확인 예정
- 중국
 - 현재 생산중인 17/03 광구 생산량 최대한 유지할 계획

Q. 북미 ESS 진척 사항

- 미국 다수 고객들과 GWh 규모 공급계약 논의 중이고 2025년 중 확정될 것으로 예상
- ESS 케미스트리는 LFP 기반, 미국 현지 생산 계획
- ESS LFP는 EV 용으로 기존 단점 개선한 제품 공개, 고전압 미드니켈 등 최적화 제품 개발 중
- EV보다는 ESS에 집중, 생산 및 수주 성과 빠르게 나타날 것으로 기대

Q. 관세 15% 협상 2H25~2026년 영향

- 소비자 수요 감소 및 OEM 수익성 저하 예상되나, 북미 OEM 차량 판가 인상 자제 중
- 동사 배터리 탑재된 차량들 생산/판매량 등에서 큰 감축 기미 없음
- 미국 판매 물량은 미국 공장 활용으로 관세 크레딧 배정 등 리스크 완화 노력 지속할 것

Q. 자본확보 활동 마무리 이후 F/S 영향

- 5조원 자본조달: 4.3조원 유상증자, 7천억원 영구채
- 유상증자(4.3조원): 2조원 이노베이션, 2조원 SK온, 3천억원 SKIET
- 영구채(7천억원): SK 이노베이션
- BS 관점에서 현금 및 자본 증가, 순차입금 감소로 이어질 전망

Q. PRS 이자 비용

- 5조원 중 이자 발생 부분은 PRS 2.3조원, 영구채 0.7조원
- 프리미엄은 시장 통상적인 수준
- 영업외비용 증가하는 건 맞으나 향후 PRS 업사이드 이용해 상쇄 가능할 것으로 판단

Q. SK온 H 엑시트 3.6조원 관련, 추가 자본조달 여부

- 상당 부분 현금 지급, 나머지 부분은 내부 검토 중

Q. SK온 2H25, 2026년 가동률 전망, 운영 계획

- 2Q25 중 증설 최종 완료, 2Q25 말 기준 전라인 가동 중
- 미국 현지 고객 수요 1Q25 대비 증가함에 따라 판매량도 증가(+70%qoq)
- 미국 관세 등 불확실성으로 OEM 보수적 재고 운영 예상됨에 따라 수요 감소는 불가피

Q. 켄터키 공장 가동 진행 상황 및 전망

- 켄터키 1공장 3Q25 이후 순차적으로 SOP 전망
- JV 파트너 포드와 협의 중으로 구체적 계획은 공유 불가

Q. 전사 재고 손실 규모

- 전사 -3,700 억원 중 석유 -3,000 억원

Q. 미국 러시아 제재 관련 영향

- 인도 정유사 가동량 감소 중, 미국 제재 영향으로 러시아 원유 도입 자제하는 분위기
- 정유 사업 긍정적 영향 예상

Q. SK 온 배터리 관세 영향

- 구체적 내용은 공유 어려우나 2Q25 실적에 관세 비용 2 개월치 반영됨
- 2H25 월별로 2Q25와 유사한 수준 유지 전망

Q. (합병 시너지) 배터리 냉각유 활용 시장 확대 시점

- 냉각유 시장은 EV 먼저 확대, 이후 ESS 일 것으로 생각

Q. (합병 시너지) 시너지 추가 설명

- SK 엔무브 열관리솔루션은 SK 온 배터리, ESS 안정성 높일 수 있는 핵심 기술
- SK 엔무브 EV 플루이드 사업 전기차 OEM 대상으로 사업 확대 중
- 사업 결합을 통한 Electrification 및 통합 운영으로, 2030년 EBITDA 약 2 천억원의 시너지 전망

Q. E&S 2H25 전망

- 2Q25 부진 원인: SMP 하락, 정비 시행으로 매출 감소
- 1H25: CB 도입 전 상대적으로 스팟 비중 높음, JKM 가격 상승으로 도입원가 상승하며 마진 축소
- 2H25: CB 가스 스팟 비중 축소되며 JKM 변동에 따른 손익 변동성 완화 전망

Q. PRS 평가 주기

- 평가 주기가 정해져 있는 것은 아님
- 만기 시점에 상환 의무 없으며 연장 협의는 가능

도표 1. PBR Band chart

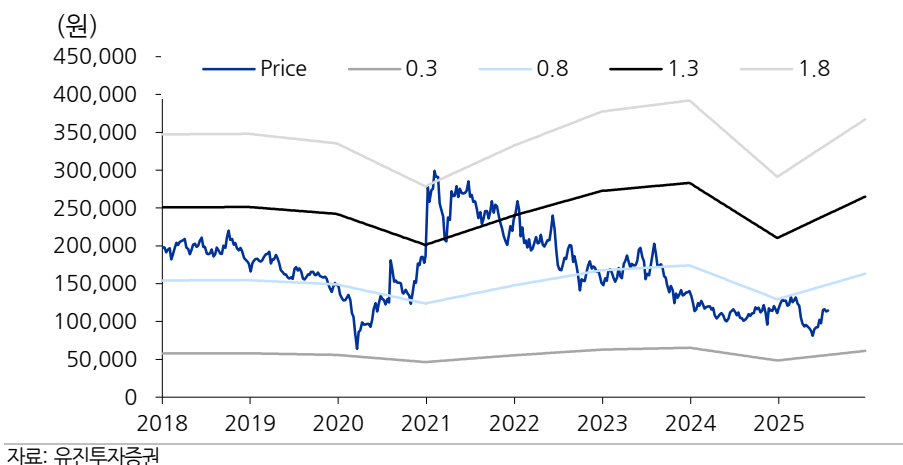
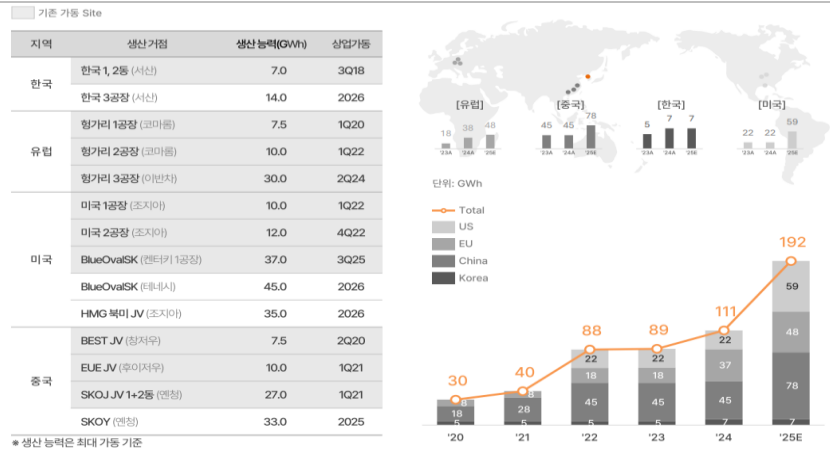


도표 2. SK 이노베이션 실적 추정

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	18,855	18,799	17,657	19,406	21,147	19,307	17,440	16,819	77,288	74,717	74,712
에너지	12,855	13,164	12,134	11,687	11,918	11,119	10,430	10,057	47,551	49,840	43,524
화학	2,759	2,594	2,625	2,373	2,477	2,269	2,128	2,052	10,744	10,352	8,926
운활유	1,137	1,063	1,065	971	972	894	852	835	4,693	4,235	3,552
분리막	32	44	27	31	24	20	25	28	193	133	96
E&S	-	-	-	2,354	3,752	2,545	2,273	2,150	-	2,354	10,720
배터리	1,684	1,554	1,431	1,599	1,605	2,108	1,372	1,331	12,897	6,267	6,416
영업이익	625	(46)	(423)	160	(45)	(418)	164	209	1,287	23	(89)
에너지	591	144	(617)	342	36	(466)	123	151	811	461	(156)
화학	125	99	(14)	(84)	(114)	(119)	(32)	25	517	125	(240)
운활유	220	152	174	140	121	135	130	133	998	687	519
분리막	(64)	(70)	(74)	(74)	(55)	(54)	(43)	(25)	11	(283)	(177)
E&S	-	-	-	123	193	115	204	93	-	123	605
배터리	(332)	(460)	24	(359)	(299)	(66)	(257)	(208)	(581)	(1,127)	(830)
OPM(%)	3.3	(0.2)	(2.4)	0.8	(0.2)	(2.2)	0.9	1.2	2.5	0.4	(0.1)
에너지	4.6	1.1	(5.1)	2.9	0.3	(4.2)	1.2	1.5	1.7	0.9	(0.4)
화학	4.5	3.8	(0.5)	(3.5)	(4.6)	(5.2)	(1.5)	1.2	4.8	1.2	(2.7)
운활유	19.4	14.3	16.4	14.4	12.5	15.1	15.2	15.9	21.3	16.2	14.6
분리막	(203.2)	(160.8)	(275.1)	(237.8)	(230.3)	(275.4)	(172.0)	(89.3)	5.7	(211.9)	(183.3)
E&S	-	-	-	5.2	5.1	4.5	9.0	4.3	-	5.2	5.6
배터리	(19.7)	(29.6)	1.7	(22.5)	(18.6)	(3.2)	(18.7)	(15.6)	(4.5)	(18.0)	(12.9)

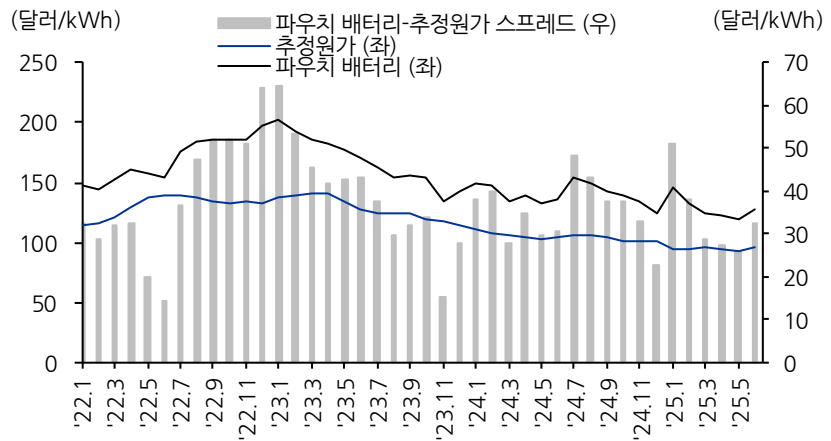
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 3. 배터리 생산능력 (신규)



자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 4. 파우치 배터리 가중평균 스프레드



자료: KITA, 유진투자증권

SK이노베이션(096770.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	80,836	110,530	121,722	123,522	124,515
유동자산	33,280	36,318	41,904	41,410	41,361
현금성자산	13,522	16,321	21,889	20,769	19,666
매출채권	7,819	8,567	8,192	8,462	8,919
재고자산	11,123	10,336	10,728	11,083	11,681
비유동자산	47,556	74,212	79,817	82,113	83,153
투자자산	9,410	14,555	14,554	14,704	14,956
유형자산	35,843	56,720	62,489	64,775	65,682
기타	2,302	2,938	2,774	2,634	2,515
부채총계	50,816	70,881	75,654	78,172	79,801
유동부채	29,399	37,726	28,948	29,200	29,403
매입채무	17,320	18,689	9,912	10,163	10,366
유동성이자부채	11,637	18,256	18,256	18,256	18,256
기타	442	781	781	781	781
비유동부채	21,416	33,156	46,706	48,973	50,398
비유동이자부채	19,413	29,599	43,114	45,345	46,734
기타	2,004	3,557	3,592	3,628	3,664
자본총계	30,020	39,649	46,067	45,350	44,714
자본지분	22,203	24,641	31,060	30,343	29,707
자본금	510	786	786	786	786
자본잉여금	10,396	12,747	12,747	12,747	12,747
이익잉여금	11,253	8,231	4,132	3,097	2,136
기타	45	2,877	13,395	13,713	14,038
비자본지분	7,817	15,007	15,007	15,007	15,007
자본총계	30,020	39,649	46,067	45,350	44,714
충차입금	31,050	47,855	61,370	63,601	64,990
순차입금	17,528	31,534	39,481	42,831	45,324

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	5,368	2,233	706	2,192	1,946
당기순이익	555	(2,372)	(3,985)	(1,113)	(796)
자산상각비	2,030	2,455	2,800	3,450	3,479
기타비현금성손익	673	2,088	10,584	121	3
운전자본증감	3,766	1,674	(8,796)	(373)	(852)
매출채권감소(증가)	162	1,606	375	(270)	(457)
재고자산감소(증가)	1,144	1,815	(393)	(354)	(598)
매입채무증가(감소)	(1,897)	(4,957)	(8,777)	251	203
기타	4,358	3,211	0	0	0
투자현금	(11,244)	(7,295)	(8,355)	(5,542)	(4,210)
단기투자자산감소	1,262	242	0	0	0
장기투자증권감소	(1,157)	(435)	51	54	56
설비투자	(11,238)	(10,028)	(8,218)	(5,402)	(4,067)
유형자산처분	21	72	0	0	0
무형자산처분	(218)	(175)	(188)	(193)	(199)
재무현금	9,490	7,327	13,217	2,231	1,161
차입금증가	3,128	5,180	13,515	2,231	1,389
자본증가	823	(648)	(298)	0	(228)
배당금지급	314	314	298	0	228
현금 증감	3,595	2,791	5,568	(1,119)	(1,104)
기초현금	9,479	13,074	15,865	21,433	20,313
기말현금	13,074	15,865	21,433	20,313	19,210
Gross Cash flow	3,258	2,170	9,501	2,565	2,798
Gross Investment	8,740	5,862	17,151	5,915	5,062
Free Cash Flow	(5,482)	(3,692)	(7,649)	(3,350)	(2,264)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	77,288	74,717	74,712	77,178	81,345
증가율(%)	(1.0)	(3.3)	(0.0)	3.3	5.4
매출원가	72,274	70,678	70,705	71,621	75,082
매출총이익	5,014	4,039	4,007	5,557	6,264
판매 및 일반관리비	3,727	4,016	4,096	4,231	4,460
기타영업손익	617	292	0	0	0
영업이익	1,287	23	(89)	1,325	1,804
증가율(%)	(67.1)	(98.2)	적전	흑전	36.1
EBITDA	3,317	2,478	2,711	4,775	5,282
증가율(%)	(41.9)	(25.3)	9.4	76.2	10.6
영업외손익	(355)	(2,403)	(3,872)	(2,939)	(2,967)
이자수익	401	425	364	522	506
이자비용	1,144	1,520	2,704	3,032	3,057
지분법손익	125	(352)	51	54	56
기타영업외손익	262	(956)	(1,583)	(483)	(472)
세전순이익	932	(2,380)	(3,961)	(1,613)	(1,164)
증가율(%)	(67.4)	적전	적지	적지	적지
법인세비용	377	(7)	24	(500)	(368)
당기순이익	555	(2,372)	(3,985)	(1,113)	(796)
증가율(%)	(70.7)	적전	적지	적지	적지
지배주주지분	256	(2,260)	(3,802)	(1,035)	(733)
증가율(%)	(83.7)	적전	적지	적지	적지
비지배지분	299	(113)	(183)	(78)	(63)
EPS(원)	2,546	(14,963)	(25,172)	(6,854)	(4,851)
증가율(%)	(84.6)	적전	적지	적지	적지
수정EPS(원)	2,546	(14,963)	(25,172)	(6,866)	(4,867)
증가율(%)	(84.6)	적전	적지	적지	적지

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,546	(14,963)	(25,172)	(6,854)	(4,851)
BPS	217,879	161,813	203,962	199,251	195,074
DPS	0	2,000	1,000	1,500	2,000
밸류에이션(배, %)					
PER	55.1	-	-	-	-
PBR	0.6	0.7	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.6	19.6	20.8	12.5	11.8
배당수익률	0.0	1.8	0.9	1.3	1.8
PCR	4.4	7.9	1.8	6.6	6.1
수익성(%)					
영업이익률	1.7	0.0	(0.1)	1.7	2.2
EBITDA이익률	4.3	3.3	3.6	6.2	6.5
순이익률	0.7	(3.2)	(5.3)	(1.4)	(1.0)
ROE	1.2	(9.6)	(13.7)	(3.4)	(2.4)
ROIC	2.0	0.0	(0.1)	1.3	1.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	58.4	79.5	85.7	94.4	101.4
유동비율	113.2	96.3	144.8	141.8	140.7
이자보상배율	1.1	0.0	(0.0)	0.4	0.6
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.8	0.6	0.6	0.7
매출채권회전율	9.7	9.1	8.9	9.3	9.4
재고자산회전율	6.7	7.0	7.1	7.1	7.1
매입채무회전율	4.9	4.1	5.2	7.7	7.9

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 제작물로서 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	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.6.30 기준)

