

SK 이노베이션 (096770)

배터리 적자를 정유 사업이 만회

투자의견

BUY(유지)

목표주가

130,000 원(하향)

현재주가

108,200 원(01/28)

시가총액

18,292(십억원)

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

- 추정 실적 변경, BPS 감소 반영해 목표주가 130,000원(-7%)으로 하향, 투자의견 BUY 유지. 4Q25 전사 매출액 20조원(-4%qoq, +2%yoy), 영업이익 2,947억원(-50%qoq, +68%yoy), 당기순손실 4.2조원(적지qoq, 적지yoy)으로 당사 추정을 하회하는 부진한 실적. 정제마진과 PX 마진 강세로 정유, 화학 사업은 호실적을 달성했으나 배터리 셀/분리막 가동률 하락하며 적자 확대. 또한 Ford JV 계약 해제, 자산 손상차손 발생하며 대규모 적자 시현. '25년은 무배당으로 결정되었으며, 본격적인 전력(ESS + Power + Gas) 사업자로 도약을 위한 중장기 전략을 공유
- 1Q26 매출액 20조원, 영업이익 3,353억원(영업이익률 1.7%)으로 전망. 정유/유탄유 사업 호실적으로 흑자 추정. 다만, 전기차 시장 수요 둔화, 미국/중국 신규 공장 가동으로 인한 초기 비용 반영으로 배터리 적자는 장기간 유지될 것으로 예상. 1) OSP 하락으로 인한 정유 사업 실적 개선, 2) 저렴한 호주 CB 가스전 물량 도입으로 E&S 판가 하락 효과 상쇄 여부, 3) 유탄유 시황 유지 기간이 '26년 전사 펀더멘털 개선에 중요한 포인트가 될 것이라 판단

주가(원,01/28)	108,200
시가총액(십억원)	18,292

발행주식수	169,053천주
52주 최고가	140,200원
최저가	80,800원
52주 일간 Beta	1.30
60일 일평균거래대금	390억원
외국인 지분율	12.7%
배당수익률(2025E)	0.0%

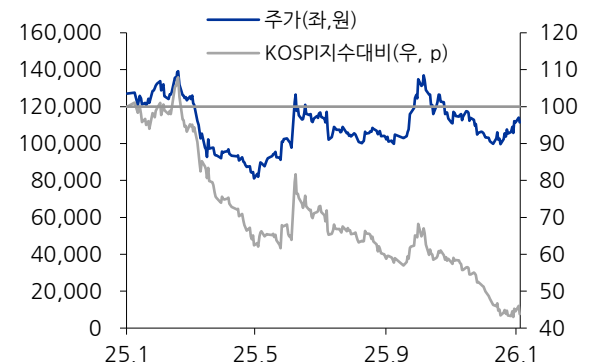
주주구성	
SK (외 13인)	52.1%
국민연금공단 (외 1인)	5.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-20.5	-65.8	-118.7
절대기준	4.7	-4.7	-14.9

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	130,000	140,000	▼
영업이익(25)	448	-153	▲
영업이익(26)	1,162	1,258	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	77,288	74,717	80,296	78,014
영업이익	1,287	23	448	1,162
세전손익	932	-2,380	-5,820	-1,433
당기순이익	555	-2,372	-5,406	-989
EPS(원)	2,546	-14,963	-21,290	-6,087
증감률(%)	-84.6	적전	-	-
PER(배)	55.1	-	-	-
ROE(%)	1.2	-9.6	-11.4	-2.9
PBR(배)	0.6	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	9.6	19.6	15.5	13.0

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 호주 CB 가스전 도입 시점

- 동사 호주 CB 가스전 지분 37.5% 보유, 연간 130 만톤 저가 LNG 도입 예정
- 현재 70~80% 램프업 단계이며 1Q26 Full rate 생산 예정
- 동사 물량은 2 월초 선적 예정
- CB 가스전 물량은 동사 LNG 포트폴리오 중 20%를 차지, 고가 물량 대체 가능할 것으로 예상

Q. 윤활유 시장 전망

- 2026 년 윤활유 시장은 수급 고려 시 약보합 전망
- 공급측면: 인도, 사우디 등 일부 업체 2026 년 상업화 계획, 이후 독일 등 소규모 증설 예정
 - Gr-III 특성상 신규 진입자 시장에 영향 미치기까지는 시간 필요
 - 시장 전반 영향은 27 년 이후 본격화될 것
- 수요: 전동화 등 구조적 트렌드 감안 시 중장기 수요 지속 증가할 전망
- 다양한 고객 수요처 개발과 원가 및 SCM 최적화를 통해 안정적 수익 창출 기반 강화할 계획

Q. Ford BlueOval JV 종료 영향

- 4Q25 자산손상 4.2 조원 인식
- 일시적으로 회계적 세전 손실 확대되었으나, 현금흐름에 영향 없음
- BlueOval 손상은 켄터키 공장 자산 활용 계획 변경으로 발생
- 1Q26 클로징 시 Ford가 켄터키 공장 관련 자산부채 인수 예정
 - 켄터키 관련 차입금 약 5.4 조원 감소 → 재무구조 개선
- 2025 년 조기 손상 인식으로 불확실성 해소, 2026 년 이후 안정화 기대

Q. 배터리 자산 손상 세부사항

- 4Q25 손상 4.2 조원
 - 포드 BlueOval JV 3.7 조원
 - 기타 사이트 0.5 조원

Q. 향후 CAPEX, 주주환원계획

- 2026 년 CAPEX 3.5 조
 - 배터리 1 조 3,000 억원
 - E&S 9,000 억원
 - 경상투자 및 전략투자 1 조 3,000 억원
- 2025 년: 자산효율화 과정 일회성 손실 발생, 부진한 실적 등으로 무배당 결정
- 2026 년: 기존 사업 수익성 강화, Electrification 중심 미래 성장 기반 확보 목표

Q. NCM 배터리 로봇, 우주 관련 개발 현황

- EV 외 다양한 산업군 포트폴리오 확대 추진
- 물류주차 로봇은 협업 사례 중 하나
- 다목적 무인 차량, 선박용 ESS, 전기버스, UAM 등 다수 업체와 협업 논의 중

Q. Electrification 성장전략 세부사항

- 내부 계획 보유 중이나 공개는 시기상조
- LNG 발전, 연료전지, ESS 역량 기반 글로벌 하이퍼스케일러와 해외 파일럿 테스트 준비 중
- 전기 관련 소프트웨어 기술 개발 중

Q. ESS CAPA, 테네시 공장 운영, 지역별 EV 대응

- ESS CAPA
 - 3Q25 Flatiron 으로부터 1GWh ESS 수주
 - 2030 년까지 6.2GWh 우선협상권 보유, 추가 20GWh 수주 추진 중
 - SKBA 와 테네시 사이트 등 여러 생산 계획들을 다각적으로 검토 중
- 테네시 공장 100% 소유 → 포드 외 OEM 물량 대응, 2028 년 SOP 목표
- 북미: 보조금 폐지로 EV 둔화 → ESS 중심 가동률 회복 기대
- 유럽: 보조금 재개 국가 중심으로 가동률 유지

Q. 울산 내 산업 구조조정 업데이트

- 울산 단지 석화 3사 협력체계 논의 중
- 1Q26 내 협업 방안 도출 목표
- 고부가 제품으로의 포트폴리오 전환, 낮은 경쟁력 설비 조정 협의 중

Q. 화학 사업 중단 및 매각 대상

- 해외 자산 대상 리밸런싱 추진 → 회계상 중단영업손익으로 분류
 - 미국 SK 프리마크아메리카
 - 스페인 SK 프리마크유럽
 - 프랑스 SK Functional Polymer
- 2026 년에도 저수익 사업 설비 수익성 개선 지속 예정

Q. 2026 년 배터리 사업 전망 및 손익 개선 시점

- 원가절감 및 수율 개선 지속 추진
- 북미 EV 수요 부진으로 손익 개선 지연
- 2026 년에도 ESS 중심으로 가동률 및 수익성 개선 추진
- 북미 EV는 점진적 회복 전망, 보수적 접근 유지

도표 1. PBR Band chart

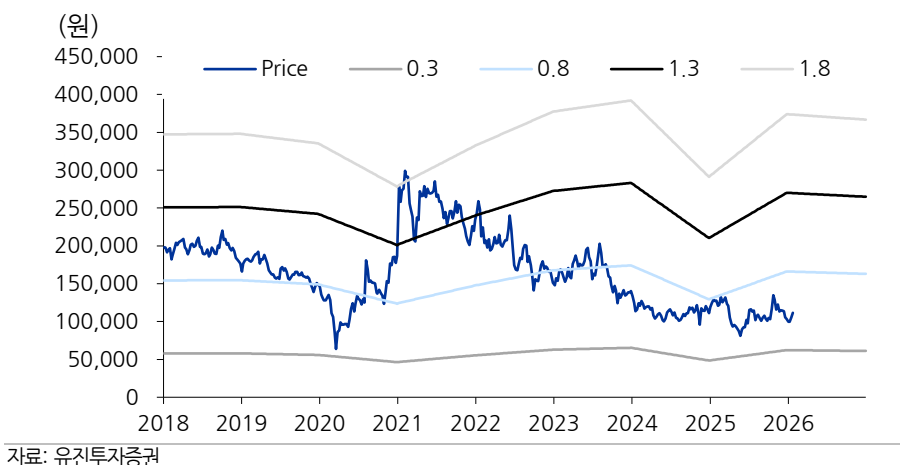


도표 1. SK 이노베이션 실적 추정

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	21,147	19,059	20,419	19,671	19,713	18,799	19,380	20,121	80,296	78,014	84,901
에너지	11,918	11,119	12,442	11,711	11,390	11,576	11,670	11,950	47,190	46,586	47,518
화학	2,477	2,269	2,415	2,121	2,063	2,097	2,114	2,164	9,282	8,437	8,859
운활유	972	894	981	990	962	978	986	1,010	3,836	3,936	4,094
배터리소재	24	20	24	17	16	17	21	25	84	79	251
E&S	3,752	2,545	2,528	3,038	3,531	2,386	2,451	2,213	11,863	10,581	11,639
배터리	1,605	2,108	1,808	1,457	1,407	1,395	1,781	2,395	6,978	6,977	11,123
영업이익	(45)	(418)	586	295	335	123	380	324	448	1,162	2,569
에너지	36	(466)	304	475	233	258	332	380	349	1,203	703
화학	(114)	(119)	(37)	(9)	(1)	2	23	55	(279)	79	251
운활유	121	135	171	181	181	166	160	154	608	661	605
배터리소재	(55)	(54)	(50)	(75)	(63)	(65)	(54)	(45)	(234)	(227)	15
E&S	193	115	255	118	175	103	243	105	681	626	651
배터리	(299)	(66)	(125)	(441)	(237)	(390)	(376)	(378)	(932)	(1,381)	143
OPM(%)	(0.2)	(2.2)	2.9	1.5	1.7	0.7	2.0	1.6	0.6	1.5	3.0
에너지	0.3	(4.2)	2.4	4.1	2.0	2.2	2.8	3.2	0.7	2.6	1.5
화학	(4.6)	(5.2)	(1.5)	(0.4)	(0.0)	0.1	1.1	2.5	(3.0)	0.9	2.8
운활유	12.5	15.1	17.4	18.3	18.8	17.0	16.2	15.3	15.8	16.8	14.8
배터리소재	(230.3)	(275.4)	(213.2)	(437.2)	(393.8)	(382.4)	(257.1)	(180.0)	(278.3)	(287.3)	6.0
E&S	5.1	4.5	10.1	3.9	5.0	4.3	9.9	4.7	5.7	5.9	5.6
배터리	(18.6)	(3.2)	(6.9)	(30.3)	(16.9)	(28.0)	(21.1)	(15.8)	(13.4)	(19.8)	1.3

주: 연결조정 제외
 자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

SK이노베이션(096770.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	80,836	110,530	118,308	117,993	120,700
유동자산	33,280	36,318	38,297	36,945	38,215
현금성자산	13,522	16,321	16,867	16,093	15,619
매출채권	7,819	8,567	8,804	8,554	9,309
재고자산	11,123	10,336	11,530	11,203	12,191
비유동자산	47,556	74,212	80,011	81,048	82,485
투자자산	9,410	14,555	14,693	14,275	15,535
유형자산	35,843	56,720	62,544	64,139	64,435
기타	2,302	2,938	2,774	2,634	2,515
부채총계	50,816	70,881	71,654	71,941	74,332
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	42,706	42,742	44,929
비유동이자부채	19,413	29,599	39,114	39,114	41,265
기타	2,004	3,557	3,592	3,628	3,664
자본총계	30,020	39,649	46,654	46,052	46,368
지배지분	22,203	24,641	31,646	31,045	31,361
자본금	510	786	786	786	786
자본잉여금	10,396	12,747	12,747	12,747	12,747
이익잉여금	11,253	8,231	4,718	3,799	3,790
기타	45	2,877	13,395	13,713	14,038
비지배지분	7,817	15,007	15,007	15,007	15,007
자본총계	30,020	39,649	46,654	46,052	46,368
총차입금	31,050	47,855	57,370	57,370	59,521
순차입금	17,528	31,534	40,503	41,276	43,902

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	5,368	2,233	383	4,051	2,036
당기순이익	555	(2,372)	(5,406)	(989)	(10)
자산상각비	2,030	2,455	3,359	3,419	3,419
기타비현금성손익	673	2,088	12,242	385	(250)
운전자본증감	3,766	1,674	(10,210)	829	(1,541)
매출채권감소(증가)	162	1,606	(238)	250	(755)
재고자산감소(증가)	1,144	1,815	(1,195)	328	(989)
매입채무증가(감소)	(1,897)	(4,957)	(8,777)	251	203
기타	4,358	3,211	0	0	0
투자현금	(11,244)	(7,295)	(9,054)	(4,824)	(4,661)
단기투자자산감소	1,262	242	0	0	0
장기투자증권감소	(1,157)	(435)	(33)	50	(1,066)
설비투자	11,238	10,028	8,833	4,681	3,396
유형자산처분	21	72	0	0	0
무형자산처분	(218)	(175)	(188)	(193)	(199)
재무현금	9,490	7,327	9,217	0	2,151
차입금증가	3,128	5,180	9,515	0	2,151
자본증가	823	(648)	(298)	0	0
배당금지급	314	314	298	0	0
현금 증감	3,595	2,791	546	(774)	(474)
기초현금	9,479	13,074	15,865	16,411	15,637
기말현금	13,074	15,865	16,411	15,637	15,163
Gross Cash flow	3,258	2,170	10,593	3,221	3,577
Gross Investment	8,740	5,862	19,263	3,995	6,202
Free Cash Flow	(5,482)	(3,692)	(8,671)	(774)	(2,625)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	77,288	74,717	80,296	78,014	84,901
증가율(%)	(1.0)	(3.3)	7.5	(2.8)	8.8
매출원가	72,274	70,678	75,752	71,648	77,024
매출총이익	5,014	4,039	4,544	6,365	7,876
판매 및 일반관리비	3,727	4,016	4,096	5,203	5,307
기타영업손익	20	8	2	27	2
영업이익	1,287	23	448	1,162	2,569
증가율(%)	(67.1)	(98.2)	1,837.2	159.4	121.0
EBITDA	3,317	2,478	3,807	4,582	5,988
증가율(%)	(41.9)	(25.3)	53.6	20.4	30.7
영업외손익	(355)	(2,403)	(6,268)	(2,595)	(2,583)
이자수익	401	425	413	390	381
이자비용	1,144	1,520	2,127	2,272	2,269
지분법손익	125	(352)	(233)	(229)	(223)
기타영업손익	262	(956)	(4,321)	(483)	(472)
세전순이익	932	(2,380)	(5,820)	(1,433)	(14)
증가율(%)	(67.4)	적전	적지	적지	적지
법인세비용	377	(7)	(414)	(444)	(4)
당기순이익	555	(2,372)	(5,406)	(989)	(10)
증가율(%)	(70.7)	적전	적지	적지	적지
지배주주지분	256	(2,260)	(3,216)	(919)	(9)
증가율(%)	(83.7)	적전	적지	적지	적지
비지배지분	299	(113)	(2,191)	(69)	(1)
EPS(원)	2,546	(14,963)	(21,290)	(6,087)	(58)
증가율(%)	(84.6)	적전	적지	적지	적지
수정EPS(원)	2,546	(14,963)	(21,290)	(6,087)	(66)
증가율(%)	(84.6)	적전	적지	적지	적지

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,546	(14,963)	(21,290)	(6,087)	(58)
BPS	217,879	161,813	207,813	203,861	205,938
DPS	0	2,000	0	0	1,000
밸류에이션(배,%)					
PER	55.1	-	-	-	-
PBR	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.6	19.6	15.5	13.0	10.4
배당수익률	0.0	1.8	-	-	0.9
PCR	4.4	7.9	1.6	5.1	4.6
수익성(%)					
영업이익률	1.7	0.0	0.6	1.5	3.0
EBITDA이익률	4.3	3.3	4.7	5.9	7.1
순이익률	0.7	(3.2)	(6.7)	(1.3)	(0.0)
ROE	1.2	(9.6)	(11.4)	(2.9)	(0.0)
ROIC	2.0	0.0	0.5	1.1	2.4
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	58.4	79.5	86.8	89.6	94.7
유동비율	113.2	96.3	132.3	126.5	130.0
이자보상배율	1.1	0.0	0.2	0.5	1.1
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	9.7	9.1	9.2	9.0	9.5
재고자산회전율	6.7	7.0	7.3	6.9	7.3
매입채무회전율	4.9	4.1	5.6	7.8	8.3

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 제작용으로서 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%

(2025.12.31 기준)

