

EV/모빌리티팀

조현렬

Senior Analyst

hyunryul.cho@samsung.com

김원영

Research Associate

wonyoung10.kim@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	135,000원	27.1%
현재주가	106,200원	
시가총액	16.0조원	
Shares (float)	151,034,776주 (43.1%)	
52주 최저/최고	92,800원/139,200원	
60일-평균거래대금	388.1억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK이노베이션 (%)	-15.5	-8.5	-12.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	-14.6	-6.5	-4.2

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	135,000	150,000	-10.0%
2025E EPS	540	3,765	-85.7%
2026E EPS	10,644	10,673	-0.3%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	15
Target price	152,067
Recommendation	3.8
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

SK이노베이션 (096770)

1Q25 preview - 주요 사업 동반 부진

- 1Q 영업이익은 291억원(-82%QoQ)으로 컨센서스(4,174억원/-93%) 대폭 하회 예상. 이는 정유, 배터리, E&S 등 주요 사업 수익성이 동반 하향된 점에 기인.
- 주요 사업 수익성 둔화를 감안하여 목표주가(15.0→13.5만원) 하향. 영업환경 불확실성에도 전년 대비 E&S 합병 효과를 감안하여 BUY 투자의견 유지.

WHAT'S THE STORY?

1Q25 preview, 시장 기대치 대폭 하회 전망: 영업이익은 291억원(-82%QoQ) 예상. E&S 합병 효과가 온기 반영되었으나, 1월 대비 2~3월 유가 하락에 따른 정유 부문 이익 둔화, 배터리 및 E&S 수익성 하향으로 시장 기대치(4,174억원, FnGuide) 93% 하회 전망.

- 정유 부문:** 영업이익은 152억원(-3,272억원QoQ) 예상. 두바이 유가는 12월 평균 73.2달러에서 3월 평균 73.1달러로 소폭 하락했으나, 1월에 크게 상승(73.2달러→80.3달러)한 후 2월(80.3달러→78.1달러) 및 3월(78.1달러→73.1달러)에 연속 하락. 또한 스팟 정제마진도 12월 9.5달러에서 3월 7.8달러까지 하락한 점을 감안하면 제품 재고 평가손실 불가피. 즉, 재고 평가손익은 하락하고(+1,087억원QoQ; +785억원→302억원), 부정적 레깅 효과도 지속 예상(Flat QoQ; -0.1달러→-0.1달러). 스팟 정제마진(-2.1달러QoQ; 9.7달러→7.6달러)도 주요 제품 수요 둔화로 약세 전환.
- 화학 부문:** 영업이익은 -1,051억원(-209억원QoQ) 전망. PX 시황 부진이 이어지는 가운데, PE/PP 스프레드 또한 전분기 대비 하락하여 적자 확대 예상.
- 윤활기유 부문:** 영업이익은 1,414억원(+1%QoQ) 예상. 판매량 회복에도 비수기 영향으로 이익 보합세 전망.
- E&P 부문:** 영업이익은 1,453억원(Flat QoQ) 예상. 분기 평균 국제유가가 전분기 대비 개선되었으나(73.7달러→77.1달러), 해당 영향은 중국 광구 판매량 감소에 의해 상쇄 전망.
- SK온:** 영업이익은 -2,697억원(+897억원QoQ) 예상. ASP는 전분기 대비 15% 하락하겠으며, 출하량은 미국 고객향 판매 개시로 회복 추정(+8%QoQ). 전분기 일회성 비용은 소멸되었으나, 판가하락에 따른 부정적 레깅효과 및 고정비 부담 지속으로 적자 폭 축소는 예상보다 미진. IRA AMPC는 899억원(+11%QoQ)으로 회복 예상.

SUMMARY FINANCIAL DATA

(다음 페이지에 계속)

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	74,717	84,140	86,937	90,101
영업이익 (십억원)	315	1,584	4,176	6,108
순이익 (십억원)	-2,372	86	1,799	3,232
EPS (adj) (원)	-21,236	540	10,644	17,433
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	1,872.7	63.8
EBITDA margin (%)	3.3	4.3	5.5	6.3
ROE (%)	-9.6	0.3	6.5	9.9
P/E (adj) (배)	n/a	196.8	10.0	6.1
P/B (배)	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	25.6	17.4	13.4	11.2
Dividend yield (%)	1.8	0.9	2.8	2.8

자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

- **SK이노베이션 E&S:** 2024년 11월부터 합병된 SK이노베이션 E&S(구, SK E&S)의 실적 반영 시작되어, 4Q24에는 2개월치, 1Q25부터 3개월치 실적 반영. 1Q25 영업이익은 2,251억원(영업이익률 +6.4%; -6.4%pYoY) 예상. 계절적 성수기에도 불구하고, 전년 동기 대비 계통한계가격(SMP) 하락(131원/kWh →115원/kWh)에 따른 수익성 둔화 불가피할 전망.

View, 영업환경 불확실성 지속: E&S의 전년 대비 수익성 감소와 배터리 사업의 적자 축소가 지연되는 점을 감안하여 SOTP Valuation상 목표주가를 10% 하향(15.0만원→13.5만원). 미국 트럼프 정부의 관세 전쟁 및 IRA 지원 축소 노력은 전기차 배터리 사업에 불확실성을 야기하고, 러시아-우크라이나 종전이 이행될 경우 이는 정유업 수익성에 하방압력으로 작용 예상. 다만, E&S 합병을 통해 전년 대비 이익 개선이 가능한 점을 감안하여 BUY 투자의견은 유지.

표 1. SK이노베이션: SOTP Valuation

(십억원)	12MF EBITDA	Multiples (x)	EV	설명
영업 가치 (A)				
정유	1,159	7.3	8,411	Peers (글로벌 정유업체)
석유화학	258	6.6	1,711	Peers (국내외 NCC/ECC업체)
윤활기유	857	8.3	7,078	Peers (글로벌 정유업체)
E&P	1,671	7.7	12,842	Peers (글로벌 정유업체)
IE Technology			328	SK IET 추가 기준 지분가치에 65% 할인; 하향(3,490억원→3,280억원)
배터리	56	10.6	592	Peers (국내/중국 배터리 업체); 2026년 EBITDA(IRA AMPC 제외) 적용
E&S	1,494	7.6	11,312	Peers (글로벌 LNG 생산/발전업체)
합계	5,494	7.7	42,275	
자산 가치 (B)			4,864	투자자산 30% 할인
순차입금 (C)			26,353	2025년 말 당사 추정 기준; AMPC 세제 혜택의 30%**만 반영
우선주 시가총액 (D)			89	4/2일 종가 기준
적정 시가총액 (E = A + B - C - D)			20,697	
총 주식 수 (천주)			151,035	
적정 주가 (원)			137,033	
목표주가 (원)			135,000	목표주가 10% 하향 (15.0만원→13.5만원)
현재 주가 (원)			106,200	4/2일 종가 기준
상승 여력 (%)			27.1	
2025 implied P/E (x)			250.2	
2026 implied P/E (x)			12.7	
2025 implied P/B (x)			0.8	
2026 implied P/B (x)			0.8	

참고: * IRA AMPC로 유입될 지배주주 기준 현금흐름을 2025년 초 기준으로 현재가치 계산(할인율 5%). 현재가치 기준 총 14.0조원의 현금 유입 기대

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

표 2. SK이노베이션: 1Q25 실적 전망

(십억원)	1Q25E	4Q24	1Q24	Consensus	증감 (%)		
					QoQ	YoY	Consensus
매출액	21,293	19,406	18,855	21,082	9.7	12.9	1.0
영업이익	29	160	625	417	-81.8	-95.3	-93.0
세전이익	-419	-1,141	18	202	RR	BR	BR
순이익	-343	-1,047	-98	125	RR	RR	BR
지배주주순이익	-327	-998	-73	71	RR	RR	BR
이익률 (%)							
영업이익	0.1	0.8	3.3	2.0			
세전이익	-2.0	-5.9	0.1	1.0			
순이익	-1.6	-5.4	-0.5	0.6			
지배주주순이익	-1.5	-5.1	-0.4	0.3			

자료: SK이노베이션, FnGuide, 삼성증권 추정

표 3. SK이노베이션: 1Q25 사업부별 실적 전망

(십억원)	1Q25E	4Q24	1Q24	성장률 (% q-q)	성장률 (% y-y)
매출액	21,293	19,406	18,855	9.7	12.9
Refining	12,342	11,687	12,855	5.6	-4.0
Petrochemical	2,487	2,373	2,759	4.8	-9.9
Lubricants	1,148	971	1,137	18.2	0.9
E&P	378	379	370	-0.3	2.1
IE Technology	70	59	46	17.4	50.7
Battery	1,375	1,599	1,684	-14.0	-18.4
E&S	3,500	2,354	3,569	48.7	-1.9
Others	-6	-16	4	RR	BR
영업이익	29	160	625	-81.8	-95.3
Refining	15	342	591	-95.6	-97.4
Petrochemical	-105	-84	124	RR	BR
Lubricants	141	140	220	1.4	-35.8
E&P	145	146	154	-0.3	-5.8
IE Technology	-63	-74	-64	RR	RR
Battery	-270	-359	-331	RR	RR
E&S	225	123	457	82.4	-50.8
Others	-60	-73	-70	RR	RR
세전이익	-419	-1,141	18	RR	BR
당기순이익	-343	-1,047	-98	RR	RR
이익률 (%)					
영업이익	0.1	0.8	3.3		
Refining	0.1	2.9	4.6		
Petrochemical	-4.2	-3.5	4.5		
Lubricants	12.3	14.4	19.4		
E&P	38.4	38.4	41.7		
IE Technology	-91.0	-125.2	-139.5		
Battery	-19.6	-22.5	-19.7		
E&S	6.4	5.2	12.8		
세전이익	-2.0	-5.9	0.1		
당기순이익	-1.6	-5.4	-0.5		

자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

표 4. SK온: IRA 정책 시행에 따른 세제 혜택 분석

(GW)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Total
IRA 첨단 제조 생산 세액공제 혜택												
배터리 셀 (달러/kWh)		35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	26.3	17.5	8.8	
배터리 모듈 (달러/kWh)		10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	7.5	5.0	2.5	
SK온 미국 배터리 생산능력												
Total	10	22	22	94	139	184	184	184	184	184	184	
Georgia #1 (100%)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	
Georgia #2 (100%)		12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	
BlueOvalSK #1 (50%)				37	37	37	37	37	37	37	37	
BlueOvalSK #2 (50%)					45	45	45	45	45	45	45	
BlueOvalSK #3 (50%)						45	45	45	45	45	45	
HMC JV (50%)				35	35	35	35	35	35	35	35	
SK온 미국 배터리 설비 가동률												
Total	35%	47%	22%	10%	28%	37%	54%	67%	76%	82%	83%	
Georgia #1 (100%)	35%	44%	23%	32%	47%	57%	67%	75%	75%	75%	75%	
Georgia #2 (100%)	0%	50%	20%	32%	47%	57%	67%	75%	75%	75%	75%	
BlueOvalSK #1 (50%)				7%	28%	48%	63%	73%	80%	80%	80%	
BlueOvalSK #2 (50%)					18%	38%	58%	73%	80%	86%	86%	
BlueOvalSK #3 (50%)						1%	21%	41%	61%	81%	86%	
HMC JV (50%)				0%	29%	59%	74%	84%	86%	86%	86%	
SK온 미국 배터리 생산 실적												
Total	4	10	5	10	39	68	99	124	139	151	153	
Georgia #1 (100%)	4	4	2	3	5	6	7	7	7	7	7	
Georgia #2 (100%)	0	6	2	4	6	7	8	9	9	9	9	
BlueOvalSK #1 (50%)				2	10	18	23	27	30	30	30	
BlueOvalSK #2 (50%)					8	17	26	33	36	38	38	
BlueOvalSK #3 (50%)						0	9	18	27	36	39	
HMC JV (50%)				0	10	20	26	29	30	30	30	
SK온 IRA 세제 혜택 (백만달러; 연결 기준)												
합계		470	213	433	1,635	2,859	4,202	5,279	4,475	3,247	1,649	24,461
셀		365	166	337	1,349	2,383	3,468	4,333	3,655	2,642	1,340	20,040
모듈		104	47	95	286	476	734	946	820	605	308	4,422
SK온 IRA 세제 혜택 (십억원; 연결 기준)												
합계		614	291	612	2,188	3,574	5,252	6,599	5,594	4,058	2,061	30,843
셀		477	227	477	1,806	2,979	4,335	5,416	4,569	3,302	1,676	25,264
모듈		136	65	135	382	595	917	1,182	1,025	756	385	5,580
SK온 IRA 세제 혜택 (백만달러; 지배주주 기준)												
합계		470	213	377	1,048	1,710	2,430	3,008	2,514	1,808	917	14,495
셀		365	166	294	854	1,409	1,990	2,454	2,043	1,464	742	11,781
모듈		104	47	83	194	300	440	555	471	344	175	2,714
SK온 IRA 세제 혜택 (십억원; 지배주주 기준)												
합계		614	291	533	1,403	2,137	3,038	3,761	3,143	2,260	1,146	18,325
셀		477	227	415	1,143	1,762	2,488	3,067	2,554	1,830	927	14,890
모듈		136	65	118	260	375	550	694	589	429	218	3,435
SK온 현재까지 할인 기준* IRA 세제 혜택 (십억원; 지배주주 기준)												
합계		614	291	508	1,272	1,846	2,499	2,947	2,345	1,606	775	14,704
셀		477	227	395	1,037	1,522	2,047	2,403	1,905	1,301	628	11,942
모듈		136	65	112	236	324	453	543	440	305	148	2,762

참고: * 2025년 초 기준이며, 할인율은 5% 적용

자료: 삼성증권 추정

표 5. SK온: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
원/달러 (평균)	1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	1,420	1,400	1,380	1,306	1,365	1,413	1,339
매출액	1,684	1,553	1,431	9,367	9,916	10,332	10,496	10,480	12,897	14,035	41,224	43,975
성장률 (% q-q)	-38.2	-7.7	-7.9	554.6	5.9	4.2	1.6	-0.2				
성장률 (% y-y)	-49.1	-58.0	-54.9	244.0	489.0	565.1	633.5	11.9	69.3	8.8	193.7	6.7
1. 배터리	1,684	1,553	1,431	1,599	1,375	1,630	1,879	2,055	12,897	6,267	6,939	10,029
성장률 (% q-q)	-38.2	-7.7	-7.9	11.7	-14.0	18.6	15.3	9.3				
성장률 (% y-y)	-49.1	-58.0	-54.9	-41.3	-18.4	4.9	31.3	28.5	0.0	-51.4	10.7	44.5
2. 트레이딩 인터내셔널				7,768	8,542	8,702	8,617	8,425		7,768	34,285	33,946
성장률 (% q-q)				RR	10.0	1.9	-1.0	-2.2				
성장률 (% y-y)				RR	RR	RR	RR	8.5			341.4	-1.0
EBITDA	-164	-275	218	-82	67	199	264	343	-5	-303	873	2,688
성장률 (% q-q)	BR	RR	RB	BR	RB	197.3	32.5	29.8				
성장률 (% y-y)	RR	BR	174.4	BR	RB	RB	21.3	RB	RR	RR	RB	207.8
영업이익	-332	-460	24	-319	-184	-63	-2	77	-582	-1,087	-172	1,793
성장률 (% q-q)	RR	RR	RB	BR	RR	RR	RR	RB				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RB	RR	RR	RR	BR	RB	RR	RR	RR	RB
1. 배터리	-332	-460	24	-359	-270	-150	-88	-7	-582	-1,127	-515	1,454
성장률 (% q-q)	RR	RR	RB	BR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RB	RR	RR	RR	BR	RR	RR	RR	RR	RR
1-1. 배터리	-370	-572	-37	-441	-360	-261	-244	-257	-1,199	-1,420	-1,122	-728
성장률 (% q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR
1-2. IRA AMPC	39	112	61	81	90	111	156	250	617	293	607	2,181
성장률 (% q-q)	-84.0	190.4	-45.7	33.7	10.6	23.8	40.3	59.9				
성장률 (% y-y)		-33.0	-71.0	-66.1	133.2	-0.6	156.9	207.2		-52.6	107.5	259.3
2. 트레이딩 인터내셔널				40	85	87	86	84		40	343	339
성장률 (% q-q)					111.0	1.9	-1.0	-2.2				
성장률 (% y-y)								108.1			747.0	-1.0
세전이익	-522	-691	-348	-768	-470	-349	-288	-209	-952	-2,330	-1,316	587
성장률 (% q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RB
순이익	-473	-648	-284	-657	-402	-298	-246	-179	-757	-2,062	-1,125	502
성장률 (% q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RB
지배주주순이익	-454	-625	-271	-634	-387	-287	-237	-172	-736	-1,984	-1,082	483
이익률 (%)												
EBITDA	-9.8	-17.7	15.2	-0.9	0.7	1.9	2.5	3.3	0.0	-2.2	2.1	6.1
영업이익	-19.7	-29.6	1.7	-3.4	-1.9	-0.6	0.0	0.7	-4.5	-7.7	-0.4	4.1
배터리 (IRA AMPC 포함)	-19.7	-29.6	1.7	-22.5	-19.6	-9.2	-4.7	-0.3	-4.5	-18.0	-7.4	14.5
배터리 (IRA AMPC 제외)	-22.0	-36.8	-2.6	-27.6	-26.2	-16.0	-13.0	-12.5	-9.3	-22.7	-16.2	-7.3
트레이딩 인터내셔널				0.5	1.0	1.0	1.0	1.0		0.5	1.0	1.0
세전이익	-31.0	-44.5	-24.3	-8.2	-4.7	-3.4	-2.7	-2.0	-7.4	-16.6	-3.2	1.3
순이익	-28.1	-41.7	-19.8	-7.0	-4.1	-2.9	-2.3	-1.7	-5.9	-14.7	-2.7	1.1

참고: SK엔텀 합병효과 제외 기준

자료: SK온, 삼성증권 추정

표 6. SK이노베이션 E&S: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
원/달러 (평균)	1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	1,420	1,400	1,380	1,306	1,365	1,413	1,339
매출액	3,569	2,330	2,663	3,135	3,500	2,867	2,673	3,325	11,167	11,697	12,365	12,072
성장률 (% q-q)	25.9	-34.7	14.3	17.7	11.7	-18.1	-6.8	24.4				
성장률 (% y-y)	3.8	-1.8	3.8	10.6	-1.9	23.0	0.4	6.1	-3.2	4.7	5.7	-2.4
LNG V/C	1,708	1,418	1,848	1,673	1,504	1,824	1,800	1,749	5,972	6,647	6,876	6,683
성장률 (% q-q)	22.6	-17.0	30.4	-9.5	-10.1	21.3	-1.3	-2.8				
성장률 (% y-y)	30.2	-4.4	3.6	20.1	-12.0	28.6	-2.6	4.5	-4.1	11.3	3.4	-2.8
도시가스	1,862	912	815	1,462	1,997	1,043	873	1,576	5,195	5,050	5,489	5,390
성장률 (% q-q)	29.1	-51.0	-10.7	79.5	36.6	-47.8	-16.3	80.6				
성장률 (% y-y)	-10.6	2.6	4.2	1.4	7.3	14.3	7.1	7.8	-2.2	-2.8	8.7	-1.8
EBITDA	627	304	478	263	392	350	317	356	1,863	1,672	1,414	1,573
성장률 (% q-q)	71.3	-51.6	57.5	-44.9	48.7	-10.7	-9.4	12.5				
성장률 (% y-y)	57.5	-24.9	-31.2	-28.0	-37.5	15.1	-33.8	35.3	-16.3	-10.2	-15.4	11.3
영업이익	457	193	352	114	225	213	190	198	1,332	1,116	826	999
성장률 (% q-q)	96.1	-57.8	82.3	-67.5	97.1	-5.3	-11.1	4.5				
성장률 (% y-y)	94.9	-33.8	-38.6	-51.0	-50.8	10.6	-46.1	73.5	-22.2	-16.2	-26.0	21.0
LNG V/C	346	169	343	92	150	185	182	176	1,182	951	693	849
성장률 (% q-q)	76.8	-51.1	102.5	-73.2	63.4	22.9	-1.6	-3.5				
성장률 (% y-y)	133.7	-37.2	-39.6	-53.0	-56.6	9.1	-47.0	90.7	-24.9	-19.6	-27.1	22.5
도시가스	111	23	8	22	75	28	8	22	149	165	133	150
성장률 (% q-q)	197.0	-78.9	-64.1	163.9	237.6	-62.0	-73.0	193.8				
성장률 (% y-y)	28.2	8.6	95.0	-40.7	-32.6	21.4	-8.8	1.5	10.1	10.1	-19.2	13.0
이익률 (%)												
EBITDA	17.6	13.0	18.0	8.4	11.2	12.2	11.8	10.7	16.7	14.3	11.4	13.0
영업이익	12.8	8.3	13.2	3.6	6.4	7.4	7.1	6.0	11.9	9.5	6.7	8.3
LNG V/C	20.3	12.0	18.6	5.5	10.0	10.1	10.1	10.0	19.8	14.3	10.1	12.7
도시가스	5.9	2.6	1.0	1.5	3.7	2.7	0.9	1.4	2.9	3.3	2.4	2.8

참고: SK이노베이션과의 합병 이전 법인(SK E&S) 기준

자료: SK이노베이션 E&S, 삼성증권 추정

표 7. SK이노베이션: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
원/달러 (평균)	1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	1,420	1,400	1,380	1,306	1,365	1,413	1,339
매출액	18,855	18,799	17,657	19,406	21,293	20,684	21,286	20,877	77,288	74,717	84,140	86,937
성장률 (% q-q)	-3.5	-0.3	-6.1	9.9	9.7	-2.9	2.9	-1.9				
성장률 (% y-y)	-1.5	0.4	-11.2	-0.6	12.9	10.0	20.6	7.6	-1.0	-3.3	12.6	3.3
Refining	12,855	13,164	12,134	11,687	12,342	12,309	12,859	11,690	47,551	49,840	49,200	49,677
Petrochemical	2,759	2,594	2,625	2,373	2,487	2,339	2,334	2,275	10,744	10,352	9,434	8,767
Lubricants	1,137	1,062	1,065	971	1,148	1,110	1,098	1,077	4,693	4,235	4,432	4,525
E&P	370	372	356	379	378	364	354	344	1,126	1,477	1,439	1,347
IE Technology	46	62	51	59	70	74	99	122	648	218	364	555
Battery	1,684	1,553	1,431	1,599	1,375	1,630	1,879	2,055	12,897	6,267	6,939	10,029
E&S	3,569	2,330	2,663	2,354	3,500	2,867	2,673	3,325	11,167	10,916	12,365	12,072
영업이익	625	-46	-423	160	29	490	506	559	1,904	315	1,584	4,176
성장률 (% q-q)	760.3	BR	RR	RB	-81.8	1,583.6	3.3	10.5				
성장률 (% y-y)	66.6	RR	BR	120.2	-95.3	RB	RB	249.7	-51.4	-83.4	402.2	163.6
Refining	591	144	-617	342	15	247	149	139	811	461	550	650
성장률 (% q-q)	RB	-75.6	BR	RB	-95.6	1,521.9	-39.8	-6.6				
성장률 (% y-y)	115.2	RB	BR	RB	-97.4	71.2	RB	-59.4	-76.1	-43.1	19.3	18.3
Petrochemical	124	99	-14	-84	-105	-43	7	-14	516	125	-156	-51
성장률 (% q-q)	47,209.5	-20.1	BR	RR	RR	RR	RB	BR				
성장률 (% y-y)	14.2	-41.6	BR	BR	BR	BR	RB	RR	303.4	-75.7	BR	RR
Lubricants	220	152	174	140	141	171	184	173	998	687	670	812
성장률 (% q-q)	1.5	-30.8	14.5	-20.0	1.4	21.1	7.7	-6.2				
성장률 (% y-y)	-15.0	-41.4	-33.3	-35.7	-35.8	12.4	5.7	24.0	-6.8	-31.2	-2.4	21.2
E&P	154	142	131	146	145	140	136	129	368	573	550	528
성장률 (% q-q)	44.1	-8.0	-7.7	11.2	-0.3	-3.8	-2.7	-5.3				
성장률 (% y-y)	36.0	108.4	65.1	36.1	-5.8	-1.6	3.8	-11.6	-42.6	55.7	-4.1	-4.0
IE Technology	-64	-70	-74	-74	-63	-33	-15	0	11	-283	-112	14
성장률 (% q-q)	BR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	RR	BR	BR	BR	RR	RR	RR	RR	RB	BR	RR	RB
Battery	-331	-460	24	-359	-270	-150	-88	-7	-582	-1,127	-515	1,454
성장률 (% q-q)	RR	RR	RB	BR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RB	RR	RR	RR	BR	RR	RR	RR	RR	RB
E&S				123	225	213	190	198		1,125	826	999
성장률 (% q-q)					82.4	-5.3	-11.1	4.5				
성장률 (% y-y)					-50.8	10.6	-46.1	60.6		-15.5	-26.6	21.0
세전이익	18	-528	-730	-1,141	-419	215	150	160	932	-2,380	105	2,343
성장률 (% q-q)	-98.1	BR	RR	RR	RR	RB	-30.0	6.6				
성장률 (% y-y)	-88.4	RR	BR	RR	BR	RB	RB	RB	-67.4	BR	RB	2,121.3
순이익	-98	-640	-588	-1,047	-343	175	123	131	555	-2,372	86	1,799
성장률 (% q-q)	BR	RR	RR	RR	RR	RB	-30.0	6.6				
성장률 (% y-y)	RR	RR	BR	RR	RR	RB	RB	RB	-70.7	BR	RB	1,985.5
지배주주순이익	-73	-573	-617	-998	-327	167	117	125	256	-2,260	82	1,621
이익률 (%)												
영업이익	3.3	-0.2	-2.4	0.8	0.1	2.4	2.4	2.7	2.5	0.4	1.9	4.8
Refining	4.6	1.1	-5.1	2.9	0.1	2.0	1.2	1.2	1.7	0.9	1.1	1.3
Petrochemical	4.5	3.8	-0.5	-3.5	-4.2	-1.9	0.3	-0.6	4.8	1.2	-1.7	-0.6
Lubricants	19.4	14.3	16.4	14.4	12.3	15.4	16.8	16.1	21.3	16.2	15.1	17.9
E&P	41.7	38.2	36.9	38.4	38.4	38.4	38.4	37.4	32.7	38.8	38.2	39.2
IE Technology	-139.5	-113.6	-145.7	-125.2	-91.0	-45.0	-15.0	0.0	1.7	-129.8	-30.6	2.5
Battery	-19.7	-29.6	1.7	-22.5	-19.6	-9.2	-4.7	-0.3	-4.5	-18.0	-7.4	14.5
E&S	0.0	0.0	0.0	5.2	6.4	7.4	7.1	6.0	0.0	10.3	6.7	8.3
세전이익	0.1	-2.8	-4.1	-5.9	-2.0	1.0	0.7	0.8	1.2	-3.2	0.1	2.7
순이익	-0.5	-3.4	-3.3	-5.4	-1.6	0.8	0.6	0.6	0.7	-3.2	0.1	2.1

참고: SK이노베이션 E&S는 2024년 11월로 합병되어, 해당 시점 이후 실적만 반영 / 자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	77,288	74,717	84,140	86,937	90,101
매출원가	72,274	70,678	78,702	80,301	82,507
매출총이익	5,014	4,039	5,438	6,636	7,594
(매출총이익률, %)	6.5	5.4	6.5	7.6	8.4
판매 및 일반관리비	3,727	4,016	4,460	4,641	4,793
영업이익	1,904	315	1,584	4,176	6,108
(영업이익률, %)	2.5	0.4	1.9	4.8	6.8
영업외손익	-972	-2,695	-1,479	-1,833	-1,898
금융수익	5,243	4,651	1,444	1,113	1,078
금융비용	6,178	6,398	3,211	2,886	2,915
지분법손익	133	-430	-129	-65	-66
기타	-170	-518	418	4	4
세전이익	932	-2,380	105	2,343	4,209
법인세	377	-7	19	544	977
(법인세율, %)	40.5	0.3	18.2	23.2	23.2
계속사업이익	555	-2,372	86	1,799	3,232
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	555	-2,372	86	1,799	3,232
(순이익률, %)	0.7	-3.2	0.1	2.1	3.6
지배주주순이익	256	-2,260	82	1,621	2,655
비지배주주순이익	299	-113	4	178	577
EBITDA	3,317	2,478	3,639	4,761	5,664
(EBITDA 이익률, %)	4.3	3.3	4.3	5.5	6.3
EPS (지배주주)	2,624	-21,236	540	10,644	17,433
EPS (연결기준)	5,682	-22,294	566	11,813	21,223
수정 EPS (원)*	2,624	-21,236	540	10,644	17,433

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	5,368	2,233	6,993	4,845	6,456
당기순이익	555	-2,372	86	1,799	3,232
현금유출입이없는 비용 및 수익	2,703	4,543	2,811	3,270	3,850
유형자산 감가상각비	1,821	2,125	2,369	2,505	2,631
무형자산 상각비	209	330	293	260	231
기타	673	2,088	149	504	988
영업활동 자산부채 변동	3,766	1,674	4,030	235	265
투자활동에서의 현금흐름	-11,244	-7,295	-6,202	-4,518	-4,572
유형자산 증감	-11,217	-9,956	-6,003	-4,503	-4,504
장단기금융자산의 증감	1,241	-214	-113	-34	-38
기타	-1,268	2,874	-86	19	-30
재무활동에서의 현금흐름	9,490	7,327	324	470	186
차입금의 증가(감소)	3,700	16,805	622	623	640
자본금의 증가(감소)	2,239	2,628	0	0	0
배당금	-314	-314	-298	-153	-454
기타	3,865	-11,792	-0	0	0
현금증감	3,595	2,791	-212	403	1,630
기초현금	9,479	13,074	15,865	15,654	16,056
기말현금	13,074	15,865	15,654	16,056	17,687
Gross cash flow	3,258	2,170	2,897	5,069	7,082
Free cash flow	-5,870	-7,795	990	342	1,952

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	33,280	36,318	35,039	36,086	38,445
현금 및 현금등가물	13,074	15,865	15,654	16,056	17,687
매출채권	5,929	7,038	6,870	7,098	7,357
재고자산	11,123	10,336	9,572	9,890	10,250
기타	3,153	3,080	2,944	3,041	3,152
비유동자산	47,556	74,212	78,720	80,805	82,838
투자자산	6,730	10,467	11,635	11,981	12,373
유형자산	35,843	56,720	60,354	62,352	64,224
무형자산	2,302	2,938	2,644	2,384	2,153
기타	2,680	4,087	4,087	4,087	4,087
자산총계	80,836	110,530	113,759	116,890	121,283
유동부채	29,399	37,726	40,503	41,555	42,720
매입채무	8,534	9,912	11,162	11,533	11,953
단기차입금	8,185	12,051	12,051	12,051	12,051
기타 유동부채	12,680	15,762	17,290	17,971	18,716
비유동부채	21,416	33,156	33,904	34,337	34,788
사채 및 장기차입금	17,715	27,032	27,332	27,632	27,932
기타 비유동부채	3,702	6,123	6,572	6,705	6,856
부채총계	50,816	70,881	74,407	75,893	77,508
자배주주지분	22,203	24,641	24,341	25,808	28,009
자본금	510	786	786	786	786
자본잉여금	10,396	12,747	12,747	12,747	12,747
이익잉여금	11,253	8,231	8,016	9,484	11,684
기타	45	2,877	2,792	2,792	2,792
비지배주주지분	7,817	15,007	15,012	15,190	15,767
자본총계	30,020	39,649	39,352	40,998	43,776
순부채	17,528	31,534	32,310	32,513	31,504

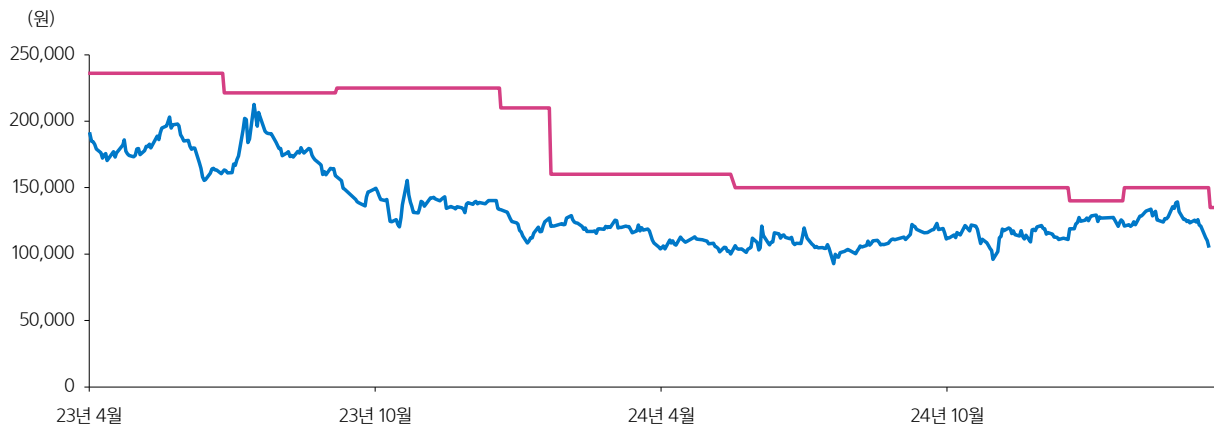
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-1.0	-3.3	12.6	3.3	3.6
영업이익	-51.4	-83.4	402.2	163.6	46.2
순이익	-70.7	적전	흑전	1,985.5	79.7
수정 EPS**	-83.9	적전	흑전	1,872.7	63.8
주당지표					
EPS (지배주주)	2,624	-21,236	540	10,644	17,433
EPS (연결기준)	5,682	-22,294	566	11,813	21,223
수정 EPS**	2,624	-21,236	540	10,644	17,433
BPS	230,169	162,364	160,382	170,053	184,554
DPS (보통주)	0	2,000	1,000	3,000	3,000
Valuations (배)					
P/E***	53.5	n/a	196.8	10.0	6.1
P/B***	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.9	25.6	17.4	13.4	11.2
비율					
ROE (%)	1.2	-9.6	0.3	6.5	9.9
ROA (%)	0.7	-2.5	0.1	1.6	2.7
ROIC (%)	3.0	0.6	2.1	5.1	7.2
배당성향 (%)	0.0	-13.1	183.2	27.9	17.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	1.8	0.9	2.8	2.8
순부채비율 (%)	58.4	79.5	82.1	79.3	72.0
이자보상배율 (배)	1.7	0.2	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 당사는 2025년 4월 2일 현재 지난 6개월간 SK이노베이션의 M&A자문 업무를 수행한 사실이 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 4월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 4월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2023/1/2	4/10	7/12	8/7	9/22	2024/1/5	2/6	6/3	2025/1/3	2/7	4/3
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	216469	236148	221389	221389	225000	210000	160000	150000	140000	150000	135000
과리율 (평균)	-25.67	-24.07	-16.19	-21.15	-38.46	-42.80	-28.30	-25.91	-10.36	-15.83	
과리율 (최대/최소)	-14.91	-13.96	-4.00	-13.59	-30.89	-37.14	-19.44	-18.00	-7.57	-7.20	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부터 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.03.31 기준

매수(79%)·중립(21%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA