SK 이노베이션
(096770)

국제유가 변화로 인한 실적 반등

투자의견
BUY(유지)

목표주가
140,000 원(유지)

현재주가
128,900 원(10/31)

시가총액
21,791(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_ 02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 140,000원 유지. 투자포인트는 1) SK온, 엔무브 합병으로 인한 IPO 리스크 소멸, 2) 美 ESS 신규 수주 1GWh 및 6.2GWh 우선사업권 확보, 3) 중국 설비 폐쇄로 인한 정유, 화학의 실적 개선 기대감 등
- 3Q25 전사 매출액 21조원(+6%qoq, +16%yoy), 영업이익 5,735억원(흑전qoq, 흑전yoy), 순손실 943억원(적지qoq, 적지yoy)으로 영업이익 기준 당사 추정과 시장 컨센서스를 상회. 추정을 상회한 이유는 지난 분기대비 원재료 및 환율 변동으로 인한 긍정적인 재고 효과(정유 4천억원, 화학 4백억원)가 반영되었고, 정제마진도 상승하며 영업이익이 3천억원 증가하였음. 다만, 정유, 화학을 제외하면 대부분 사업 부문은 부진하였음. E&S는 성수기에도 SMP 하락으로 전년대비 감익, 배터리도 OEM 보상금이 1천억원 반영되었음에도 AMPC 1천억원 감소하며 적자 확대
- 4Q25 매출액 19조원, 영업이익 1,797억원(영업이익률 0.9%) 전망. 미국 전기차 시장 수요 둔화로 배터리 적자가 2,640억원으로 확대될 것으로 예상하기 때문. 연말 발표될 중국 공급 조정으로 인한 정유, 화학 실적 반등을 기대

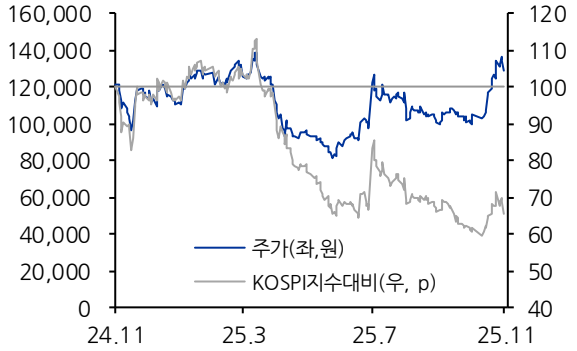
주가(원,10/31)	128,900
시가총액(십억원)	21,791
발행주식수	169,053천주
52주 최고가	140,200원
최저가	80,800원
52주 일간 Beta	1.57
60일 일평균거래대금	415억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025E)	0.0%
주주구성	
SK (외 14인)	52.1%
국민연금공단 (외 1인)	5.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	8.3	-24.1	-50.9
절대기준	28.3	36.5	9.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	140,000	140,000	-
영업이익(25)	294	-89	▲
영업이익(26)	1,258	1,325	▼

12 월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	77,288	74,717	80,009	76,984
영업이익	1,287	23	294	1,258
세전손익	932	-2,380	-1,883	-1,000
당기순이익	555	-2,372	-1,906	-690
EPS(원)	2,546	(-14,963)	(-12,042)	(-4,248)
증감률(%)	-84.6	적전	적지	적지
PER(배)	55.1	-	-	-
ROE(%)	1.2	(8.3)	(6.3)	(1.5)
PBR(배)	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	9.6	19.6	15.4	13.3

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 중국 공급개혁 정책의 정유 사업 영향

- 2026 년 3 월 개최 예정인 전국인민대표회의에서 구체적 방안 나올 것

- 설비 감소를 감안해도, 중국 EV 및 LNG 트럭 확대로 가솔린, 디젤 수요 증가는 제한적

- 중국 경제상황도 고려해야하는 문제로, 정유 설비 폐쇄 속도에 따라 유불리 달라질 것으로 판단

Q. 순차입금 규모, 추가 자금 조달 계획

- 순차입금: 2Q25 33 조원 → 3Q25 약 28 조 8,000 억원

- 2025 년 9.5 조원 조달 계획 감안 시 리파이낸싱 외 추가 자금 조달 계획 없음

- SK 온 대규모 CAPEX 완료 이후 CAPEX 는 점차 감소할 예정

Q. 2026 년 글로벌 정제설비 순증설, 러시아 제재에 따른 정유 업황 전망

- 폐쇄 예정 정유사 고려시, 2026 년 순증설 규모 70~80 만 b/d 수준으로 예측

- 미국, EU 의 대러 제재에 따라 중국, 인도의 러시아산 원유 도입은 다소 감소할 것으로 예상

- 러시아 제재 회피 움직임도 기민하게 나오고 있어 구조적 변화 연결 여부 확인에는 시간 필요

- 러시아 공급이 제한되면 2026 년 양호한 정제마진 기록할 것으로 기대

Q. 북미 ESS 대응 계획, EV 라인 전환

- 美 Flatiron Energy 와 3Q25 1GWh 규모 수주, 2030 년까지 6.2GWh 공급 우선협상권 확보

- 이외 다수 고객들과 최대 10GWh 이상의 공급계약 논의 중

- 현재 수주뿐 아니라 향후 예상 파이프라인까지 전체 스케줄 감안해 최종 Site 의사결정 계획

- 기 수주한 Flatiron 분량은 2H26 납품 목표로 미국 내 기존 설비 활용 계획

- 향후 물량은 기존 라인의 순차 전환을 통해 대규모 현지 CAPA 확충 계획 중

- 케미스트리는 LFP 로 바뀌지만 폼팩터는 파우치로 동일

- 설비 전환은 차질없이 2H26 납품 타임라인에 맞출 것으로 예상

Q. 미국 CAPA 상세, JV 활용 계획

- 미국 CAPA

  · 조지아(자체 공장): 20GWh

  · 포드(JV 1): 켄터키 37GWh, 테네시 45GWh

  · 현대(JV 2): 35GWh(예정)

- ESS 관련 생산 Site는 기존 프로젝트, 파트너사들과 논의 후 의사결정할 것

- JV를 포함한 모든 Site에 대해 활용 가능성 검토 중

Q. EV, ESS 배터리 소재 관세 영향

- EV: 단기 코스트 임팩트 발생 불가피, 밸류체인 내 OEM 및 고객과 리스크 셰어링 추진 중

- ESS: 단기 영향 파악 중, 대다수가 미국 내 생산 또는 예정으로 고객 니즈에 기민하게 대응할 예정

Q. 정부 구조조정 진행상황, 아로마틱 구조조정 대상여부

- 울산, 여수, 대산 국내 3대 단지에 대해 구조개편 추진 중

- 1) 과잉 생산 설비 축소 2) 고부가 제품 전환 3) 재무 건전성 확보 4) 지역경제 고용 영향 최소화

- 동사를 포함한 울산 단지 내 3사 업무협의 진행 중이나 구체적 옵션은 정해지지 않은 상황

Q. 윤활유 시황, 공급 전망

- 윤활유 2026, 2027년 시황은 전반적으로 보합세 전망

- 수요는 올해와 유사, 공급은 주요 시장 상황 유지되는 수준으로 전망

- 생산, 물류 또한 큰 변동 없을 것으로 예상

- 2Q26 경쟁사 정기 보수로 단기적으로 우호적 수급 환경 전망

- 중장기적으로 자동차 산업 연비 향상 및 친환경 트렌드에 힘입어 수요는 지속 증가할 전망

Q. 배터리용 액침 냉각 매출 발생 시점

- 2030, 2031 년 본격적으로 매출 발생할 것으로 예상

- 2030 년 이전 소규모 매출 발생 가능, 검증 및 양산 준비 고려시 2030 년 본격적인 상업화 예상

- 액침 냉각 적용은 점차 확대될 것으로 전망

Q. ESS 수주잔고는 글로벌 대상인지, Flatiron 社 계약은 셀에 국한되는지, 타사 대비 경쟁력

- 북미 ESS 수주는 미국에 한정된 규모

- Flatiron 社 계약은 셀 기준이며, 모듈을 포함해 납품. 시스템 통합(SI)은 포함되지 않음

- 경쟁력 1) BMS 기술 기반 화재 조기 예측 2) 통합 모듈 설계 등 솔루션 패키지 3) 액침 냉각 기술 기반 화재 확산 방지 4) 그룹 차원 AI 데이터센터 사업 확장 레버리지를 통한 수익성 강화

- 셀, 모듈 패키지 생산에 주력해 SI 업체에 납품하는 구조를 통해 부대비용 및 투자비 절감 가능

Q. 미국 EV CAPA 효율화 대응, 2026 년 수요전망

- 포드와 당사 양사간 협의를 통해 신규 생산라인 가동 시기 조정

- 포드 전략 변화에 맞춘 제품 출시 계획 대응 방안 수립 중

- 파트너십 양호하게 유지되며 포드와 긴밀한 개발 및 공급 협업 지속 중

- JV 특성상 CAPA 에 큰 변동이 있더라도 제 3 자 고객, ESS 제품으로 활용 가능

Q. 2026 년 CAPEX

- 2025 년 SK 온 등 주요 투자 마무리되며 50% 내외 수준으로 절감될 예정

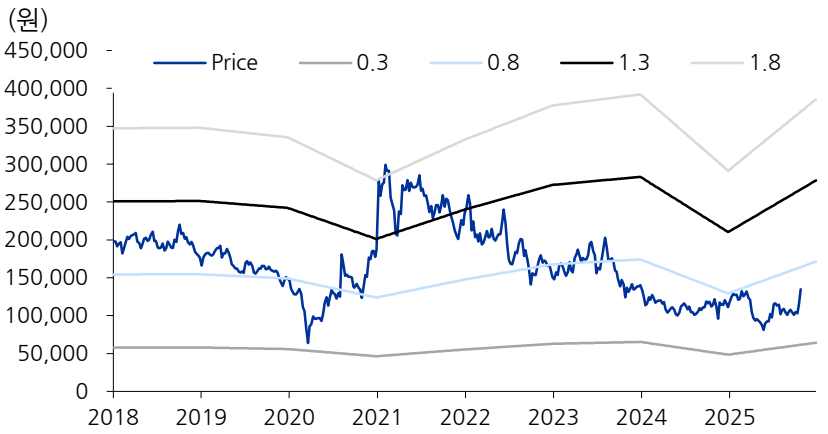
Q. 향후 ESS 완제품 생산 계획, 셀 단독 생산의 마진 제한

- 현재는 셀, 모듈 양산에 집중할 계획으로, 단기간내 SI 진출 계획은 없음

- 셀뿐만 아니라 부대되는 기본 부속품들을 포함해 생산하므로 충분한 밸류애드 있다고 판단

- 시장 안착 후 고객사 대응 역량을 지속 배가함으로써 필요한 경우 SI 까지 확장할 계획

도표 1. **PBR Band chart**



자료: 유진투자증권

도표 1. **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**	**20,533**	**19,022**	**77,288**	**74,717**	**80,009**
에너지	12,855	13,164	12,134	11,687	11,918	11,119	12,442	11,701	47,551	49,840	47,179
화학	2,759	2,594	2,625	2,373	2,477	2,269	2,415	2,271	10,744	10,352	9,432
윤활유	1,137	1,063	1,065	971	972	894	981	989	4,693	4,235	3,835
분리막	32	44	27	31	24	20	24	21	193	133	88
E&S	-	-	-	2,354	3,752	2,545	2,528	2,150	-	2,354	10,975
배터리	1,684	1,554	1,431	1,599	1,605	2,108	1,808	1,548	12,897	6,267	7,069
영업이익	**586**	**(158)**	**(484)**	**79**	**(215)**	**(691)**	**573**	**180**	**1,287**	**23**	**291**
에너지	591	144	(617)	342	36	(466)	304	201	811	461	75
화학	125	99	(14)	(84)	(114)	(119)	(37)	(28)	517	125	(298)
윤활유	220	152	174	140	121	135	171	152	998	687	579
분리막	(64)	(70)	(74)	(74)	(55)	(54)	(50)	(49)	11	(283)	(208)
E&S	-	-	-	123	193	115	255	111	-	123	675
배터리	(332)	(460)	24	(359)	(299)	(66)	(125)	(264)	(581)	(1,127)	(755)
OPM(%)	***3.3***	***(0.2)***	***(2.4)***	***0.8***	**(0.2)**	**(2.2)**	**2.8**	**0.9**	***2.5***	***0.4***	**0.4**
에너지	*4.6*	*1.1*	*(5.1)*	2.9	0.3	(4.2)	2.4	1.7	1.7	0.9	0.2
화학	*4.5*	*3.8*	*(0.5)*	(3.5)	(4.6)	(5.2)	(1.5)	(1.2)	4.8	1.2	(3.2)
윤활유	*19.4*	*14.3*	*16.4*	14.4	12.5	15.1	17.4	15.4	21.3	16.2	15.1
분리막	*(203.2)*	*(160.8)*	*(275.1)*	(237.8)	(230.3)	(275.4)	(213.2)	(233.3)	5.7	(211.9)	(236.4)
E&S	-	-	-	5.2	5.1	4.5	10.1	5.2	-	5.2	6.1
배터리	*(19.7)*	*(29.6)*	*1.7*	(22.5)	(18.6)	(3.2)	(6.9)	(17.1)	(4.5)	(18.0)	(10.7)

자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

SK이노베이션(096770.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	80,836	110,530	119,705	119,668	122,390
유동자산	33,280	36,318	39,543	37,557	39,203
현금성자산	13,522	16,321	18,186	16,966	17,448
매출채권	7,819	8,567	8,773	8,441	8,945
재고자산	11,123	10,336	11,489	11,055	11,715
비유동자산	47,556	74,212	80,162	82,111	83,188
투자자산	9,410	14,555	14,875	14,692	14,970
유형자산	35,843	56,720	62,513	64,784	65,702
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	48,051	47,727	48,059
지배지분	22,203	24,641	33,043	32,719	33,051
자본금	510	786	786	786	786
자본잉여금	10,396	12,747	12,747	12,747	12,747
이익잉여금	11,253	8,231	6,115	5,473	5,480
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	48,051	47,727	48,059
총차입금	31,050	47,855	57,370	57,370	59,521
순차입금	17,528	31,534	39,184	40,403	42,073

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	77,288	74,717	80,009	76,984	81,579
증가율(%)	(1.0)	(3.3)	7.1	(3.8)	6.0
매출원가	72,274	70,678	74,931	70,523	73,660
매출총이익	5,014	4,039	5,078	6,461	7,919
판매 및 일반관리비	3,727	4,016	4,787	5,203	5,307
기타영업손익	617	292	0	0	0
영업이익	1,287	23	291	1,258	2,612
증가율(%)	(67.1)	(98.2)	1,158.1	332.2	107.6
EBITDA	3,317	2,478	3,650	4,708	6,091
증가율(%)	(41.9)	(25.3)	47.3	29.0	29.4
영업외손익	(355)	(2,403)	(2,174)	(2,258)	(2,238)
이자수익	401	425	439	449	453
이자비용	1,144	1,520	2,127	2,272	2,269
지분법손익	125	(352)	35	48	50
기타영업손익	262	(956)	(521)	(483)	(472)
세전순이익	932	(2,380)	(1,883)	(1,000)	374
증가율(%)	(67.4)	적전	적지	적지	흑전
법인세비용	377	(7)	24	(310)	118
당기순이익	555	(2,372)	(1,906)	(690)	256
증가율(%)	(70.7)	적전	적지	적지	흑전
지배주주지분	256	(2,260)	(1,819)	(642)	236
증가율(%)	(83.7)	적전	적지	적지	흑전
비지배지분	299	(113)	(87)	(48)	20
EPS(원)	2,546	(14,963)	(12,042)	(4,248)	1,559
증가율(%)	(84.6)	적전	적지	적지	흑전
수정EPS(원)	2,546	(14,963)	(12,042)	(4,261)	1,543
증가율(%)	(84.6)	적전	적지	적지	흑전

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	5,368	2,233	1,601	4,315	2,787
당기순이익	555	(2,372)	(1,906)	(690)	256
자산상각비	2,030	2,455	3,359	3,450	3,480
기타비현금성손익	673	2,088	10,216	441	(89)
운전자본증감	3,766	1,674	(10,137)	1,017	(961)
매출채권감소(증가)	162	1,606	(206)	332	(504)
재고자산감소(증가)	1,144	1,815	(1,153)	434	(660)
매입채무증가(감소)	(1,897)	(4,957)	(8,777)	251	203
기타	4,358	3,211	0	0	0
투자현금	(11,244)	(7,295)	(8,954)	(5,534)	(4,228)
단기투자자산감소	1,262	242	0	0	0
장기투자증권감소	(1,157)	(435)	35	48	50
설비투자	(11,238)	(10,028)	(8,801)	(5,389)	(4,079)
유형자산처분	21	72	0	0	0
무형자산처분	(218)	(175)	(188)	(193)	(199)
재무현금	9,490	7,327	9,217	0	1,923
차입금증가	3,128	5,180	9,515	0	2,151
자본증가	823	(648)	(298)	0	(228)
배당금지급	314	314	298	0	228
현금 증감	3,595	2,791	1,865	(1,219)	482
기초현금	9,479	13,074	15,865	17,730	16,510
기말현금	13,074	15,865	17,730	16,510	16,992
Gross Cash flow	3,258	2,170	11,738	3,298	3,747
Gross Investment	8,740	5,862	19,091	4,517	5,188
Free Cash Flow	(5,482)	(3,692)	(7,352)	(1,219)	(1,441)

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,546	(14,963)	(12,042)	(4,248)	1,559
BPS	217,879	161,813	216,985	214,858	217,039
DPS	0	2,000	1,000	1,500	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	55.1	-	-	-	71.5
PBR	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.6	19.6	15.4	12.2	9.7
배당수익률	0.0	1.8	0.9	1.3	1.8
PCR	4.4	7.9	1.4	5.1	4.5
수익성(%)					
영업이익률	1.7	0.0	0.4	1.6	3.2
EBITDA이익률	4.3	3.3	4.6	6.1	7.5
순이익률	0.7	(3.2)	(2.4)	(0.9)	0.3
ROE	1.2	(9.6)	(6.3)	(2.0)	0.7
ROIC	2.0	0.0	0.3	1.2	2.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	58.4	79.5	81.5	84.7	87.5
유동비율	113.2	96.3	136.6	128.6	133.3
이자보상배율	1.1	0.0	0.1	0.6	1.2
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.8	0.7	0.6	0.7
매출채권회전율	9.7	9.1	9.2	8.9	9.4
재고자산회전율	6.7	7.0	7.3	6.8	7.2
매입채무회전율	4.9	4.1	5.6	7.7	7.9

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 당사에게 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

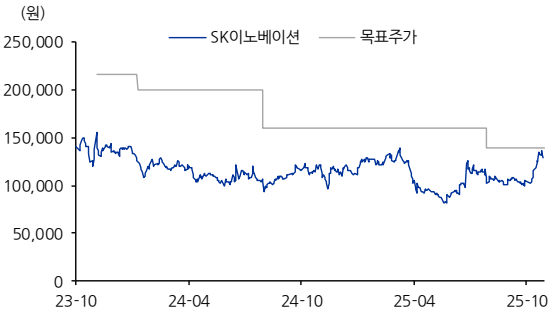
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (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	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2023-11-06	Buy	216,000	1년	-36.6	-33.1
2023-11-21	Buy	216,000	1년	-36.7	-33.8
2024-01-12	Buy	200,000	1년	-43.4	-35.6
2024-02-07	Buy	200,000	1년	-43.7	-35.6
2024-04-23	Buy	200,000	1년	-45.8	-39.5
2024-04-30	Buy	200,000	1년	-45.8	-39.5
2024-08-02	Buy	160,000	1년	-30.4	-13.0
2024-11-05	Buy	160,000	1년	-30.3	-13.0
2024-11-14	Buy	160,000	1년	-30.2	-13.0
2025-02-07	Buy	160,000	1년	-32.3	-13.0
2025-08-01	Buy	140,000	1년	-22.1	-2.1
2025-11-03	Buy	140,000	1년		

SK이노베이션(096770.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 황성현