SK이노베이션 (096770)

Earnings Review | Company Analysis | 이차전지/정유화학 | 2025. 11. 3

3Q25 Review, SKOn 약세 구간

유가, 정제마진 개선으로 3Q 영업이익 5,735억원(YoY, QoQ 흑전)

동사는 3분기 매출액 약 20.0조원(YoY +16%, QoQ +6%), 영업이익 5,735억원(YoY, QoQ 흑전)으로 전년동기 및 전기비 이익 대폭 개선, 7개 사업부문 중 석유(정유) 요인이 가장 컸음. 석유부문 영업이익은 전기비 약 7,705억원 개선되었고, 이는 계절적 성수기, 러시아 정유설비 가동 일부 차질, OSP 인하, 재고평가손실 환입 등에 기인. 순이자비용 2,964억원을 포함하여 영업외손실 5,045억원, 세전이익 690억원. 3분기 영업이익률은 2.8%

당분간 미국 EV 역성장에 따른 배터리 약세 구간

동사 영업이익에서 석유부문과 배터리사업 중요. 윤활유, 석유개발, E&S의 경우 큰 변동이 없는 사업으로 이를 제외시 석유(정유)와 배터리가 주된 비중을 차지하기 때문 4분기 견조한 정제마진 지속할 것으로 예상하나, 한국 정유 특성상 분기말 유가가 수익 변동 변수. 이를 감안하면 4분기 및 '26년 영업손익을 좌우할 주요 변수는 배터리 사업(SKOn)으로 볼 수 있음. 최근 GM, Ford 등 주요 북미 OEM뿐 아니라, 한국 셀사, 일본 Panasonic 미국 IRA 30D 조기 일몰에 따른 EV 수요 둔화 언급(당사 Panasonic 지피지기 자료 참조). 현재 동사는 확정 계약 기준 미국 재생에너지 기업 Flatiron Energy에 '26년부터 1GWh 공급 계약 체결. LFP 각형 중심 ESS 시장 감안, 동사 LFP파우치 M/S 확장 속도 추후 확인 필요. 현재 동사 배터리에서 절대적인 EV, 그리고 미국 시장 비중 감안시 당분간 수익성 개선 가능성 제한적인 것으로 판단

Hold 유지, 미국시장과 EV비중이 높은 SKOn 수익성 감안

최근 주식시장 유동성 증가, 대형주 선호에 따라 동사 거래 밸류에이션 증가, 이를 반영하여 PBR Multipe 0.65x, 110,000원으로 상향. 그러나 주요 사업인 SKOn이 미국 EV 역성장으로 당분간 약세 지속 전망함에 따라 수익성 감안, Hold 의견 유지

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	77,288	74,717	81,004	80,599	85,354
영업이익	1,904	315	172	298	435
순이익	555	-2,372	-2,125	-2,003	-1,860
EPS (원)	2,624	-21,236	-13,294	-12,530	-11,637
증감률 (%)	-70.7	적전	적지	적지	적지
PER (x)	53.5	-5.3	-9.7	-10.3	-11.1
PBR (x)	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
영업이익률 (%)	2.5	0.4	0.2	0.4	0.5
EBITDA 마진 (%)	2.5	0.4	0.2	0.4	0.5
ROE (%)	1.2	-9.6	-8.0	-7.3	-6.4

주: IFRS 연결 기준
자료: SK이노베이션, LS증권 리서치센터

Analyst 정경희
khchung@ls-sec.co.kr

Hold (유지)

목표주가 (상향)	110,000 원
현재주가	128,900 원
상승여력	-14.7 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

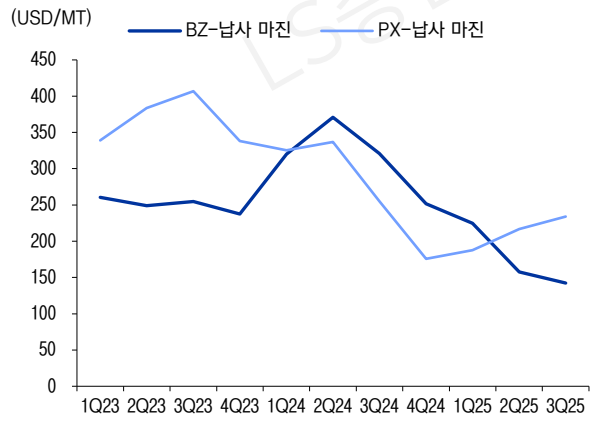
Stock Data

KOSPI (10/31)	4,107.5 pt
시가총액	217,909 억원
발행주식수	169,053 천주
52 주 최고가/최저가	139,200 / 81,100 원
90 일 일평균거래대금	429. 억원
외국인 지분율	12.8%
배당수익률(25.12E)	1.6%
BPS(25.12E)	168,814 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 8.3%
	6 개월 -24.1%
	12 개월 -50.9%
주주구성	SK (외 14 인) 52.1%
	국민연금공단(외 1 인) 5.0%
	자사주 (외 1 인) 2.0%

정제마진, 하반기 견조한 수준 유지할 듯

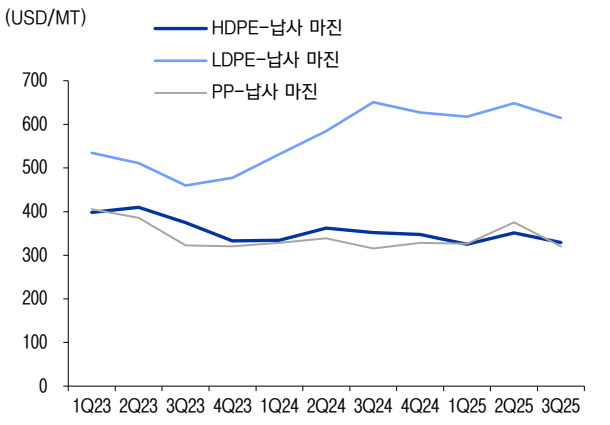
3분기 러시아의 정제설비 가동률 차질(약 25% 차질 예상), OSP 감소 등 정제마진에 긍정적인 영향으로 석유부문 영업이익이 7,705억원 전기비 대폭 개선되며, 전사 영업이익 5,735억원(YoY 및 QoQ 흑자전환)을 견인했다. 우리는 4분기 견조한 정제마진 수요가 지속될 것으로 예상하나, 유가 소폭 약세 가능성이 있어 석유부문 재고평가손실 영향으로 영업이익 1,630억원을 추정한다. Dangote와 Mexico Olmeca에서 가동 연기 및 운영 문제가 지속되고 있는 등 크고 작은 운영 차질이 이어지고 있어 특히 경유 중심 강세가 이어질 것으로 보인다. 그러나 동사를 포함한 한국 정유사는 원유 이동에 따른 시차로 분기말 유가 수준이 추가 변수로 작용한다. 우리는 분기말 유가가 소폭 약세가 될 것으로 예상하며, 이에 따라 재고평가손실을 반영하여 3분기대비 4분기 석유부분 수익성은 다소 하락할 것으로 추정한다.

그림1 BZ, PX 마진 추이



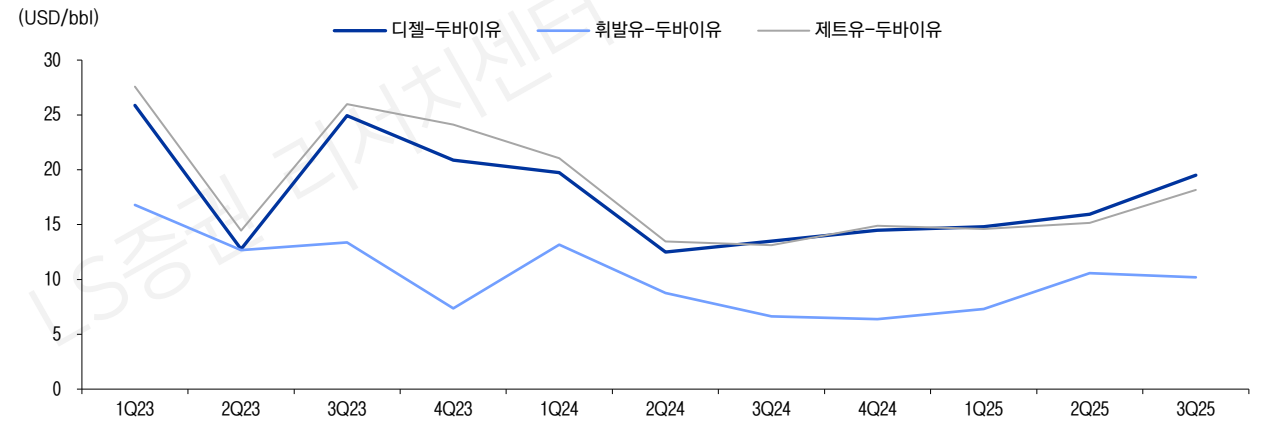
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림2 PE, PP 마진 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림3 정유 마진 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

수익성 중요변수, SKOn

동사 윤활유, 석유개발, E&S 등은 분기별 변동은 있으나 안정적인 사업으로 그 변동폭이 크지 않다. 따라서 석유부문과 더불어 동사 수익성을 좌우할 부문은 배터리사업으로 볼 수 있다.

동사 배터리 사업은 파우치 폼팩터로 글로벌 ESS 셀이 주로 LFP기반 각형으로 표준화되어 가고 있는 점을 감안할 때 시장 확장에 다소 시간이 소요될 것으로 예상한다. 또한 '25년 기준 전체 약 192GWh의 배터리 Capa중 대부분이 EV향인 점, 최근 Capa를 확장한 지역이 북미에 집중된 점을 감안하면 동사 배터리사업에서 미국 EV 수요는 매우 중요하다. 그러나 IRA 30D 일몰로 4분기 이후 미국 EV 수요 역성장이 불가피한 상황이며, 이는 동사 배터리부문 가동률에 직접적인 영향을 미칠 것으로 보인다.

ESS향 계약을 체결한 규모가 아직 확정 계약 기준 1GWh로 전체 동사 배터리 Capa 대비 1% 미만이라는 점도 아쉬운 부분이다. 3분기 EV 채택 기준 동사 배터리의 북미 비중은 47.4%로 지역 시장 중 가장 높은 비중을 가진다. 미국의 경우 44.2%로 북미의 대부분이 미국에서 판매되는 것으로 나타난다. GM은 10월 미국 EV 판매량이 심각하게('Significantly') 낮다고 표현했고, Ford는 당분간 미국내 BEV 채택율이 5% 수준에 머물 수 있는 것으로 전망했다('24년 기준 BEV 비중이 전체의 12%). EV를 판매하는 OEM들의 미국 단기 전망이 밝지 않을 뿐 아니라, Panasonic은 지난 주 FY3/26 가이던스를 하향 조정하였는데, 주된 이유가 배터리부문(Energy사업)의 미국 EV향 수요 둔화였다. 주된 시장의 수요 역성장은 가동률 하락으로 이어질 수 있다. 이것이 '26년 동 부문에 대한 우리의 수익성 전망이 시장 대비 낮은 주요 이유다.

LS증권 리서치센터

표1 부문별 추정 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	18,855	18,799	17,657	19,406	21,147	19,307	20,533	20,018	74,717	81,004	80,599
석유사업(정유)	12,855	13,164	12,134	11,687	11,918	11,119	12,442	12,193	49,840	47,672	48,502
화학사업	2,759	2,594	2,625	2,373	2,447	2,269	2,415	2,245	10,352	9,376	9,017
윤활유사업	1,137	1,063	1,065	971	972	894	981	931	4,235	3,778	3,945
석유개발사업	370	372	356	379	383	342	320	326	1,477	1,371	1,402
배터리사업	1,684	1,554	1,431	1,599	1,605	2,108	1,808	1,247	6,267	6,768	5,702
소재사업	32	44	24	31	24	20	24	23	130	90	95
E&S 사업			2,530	3,135	3,752	2,545	2,528	3,198	5,665	12,023	12,087
기타	19	10	(2,507)	(769)	45	11	16	(147)	(3,248)	(74)	(151)
영업이익	625	(46)	(423)	160	(45)	(418)	566	61	315	165	298
석유사업	591	144	(617)	342	36	(466)	304	163	461	37	304
화학사업	125	99	(14)	(84)	(114)	(119)	(37)	(78)	125	(348)	(264)
윤활유사업	220	152	174	140	121	135	171	119	687	546	457
석유개발사업	154	142	131	146	120	109	89	112	573	431	430
배터리사업	(332)	(460)	24	(359)	(299)	(66)	(125)	(312)	(1,127)	(803)	(1,142)
소재사업	(64)	(0)	(74)	(74)	(55)	(54)	(50)	(75)	(213)	(234)	(202)
E&S 사업			352	114	193	115	255	205	466	769	802
기타	(70)	(124)	(399)	(64)	(47)	(71)	(42)	(73)	(657)	(234)	(87)
영업이익률											
OPM	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	-0.2%	-2.2%	2.8%	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%
석유사업	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	0.3%	-4.2%	2.4%	1.3%	0.9%	0.1%	0.6%
화학사업	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-4.7%	-5.2%	-1.5%	-3.5%	1.2%	-3.7%	-2.9%
윤활유사업	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	12.5%	15.1%	17.4%	12.8%	16.2%	14.5%	11.6%
석유개발사업	41.7%	38.2%	36.9%	38.4%	31.4%	31.9%	27.9%	34.3%	38.8%	31.4%	30.7%
배터리사업	-19.7%	-29.6%	1.7%	-22.5%	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-25.0%	-18.0%	-11.9%	-20.0%
소재사업	-203.2%	-0.2%	-313.6%	-237.8%	-230.3%	-275.4%	-213.2%	-325.7%	-163.5%	-260.0%	-212.6%
E&S 사업				3.6%	5.1%	4.5%	10.1%	6.4%	8.2%	6.4%	6.6%

자료: SK이노베이션, LS증권 리서치센터

시장의 유동성, 대형주 선호가 불러온 밸류에이션 증가

한국 주식시장은 6월 이후 출범한 이재명 정부의 KOSPI5000 정책, 부동산 규제 강화, 상법 개정 움직임 등 다양한 매크로 변수에 따라 시장 유동성이 단기간 동안 33% 급증한 것으로 나타난다. 풍부한 시장 유동성은 주로 대형주로 집중되었고, 동사를 포함하여 주요 대형주들의 밸류에이션 증가로 나타났다. 주가, 기업가치는 수익성과 이에 대한 평가, 즉 밸류에이션이 함께 작용하는 것으로 단기 주가 변동은 수익성보다 밸루에이션의 역할이 컸던 것으로 이해한다. 왜냐하면 Consensus기준 동사 수익추정치는 하락했기 때문이다.

우리는 시장의 거래 밸류에이션을 반영, Forward BPS 기준 PBR 0.65x를 적용하여 목표주가 110,000원으로 상향한다. 그러나 수익 관점에서는 주요 부문인 배터리 사업의 약세 지속에 따라 현 주가 대비 Downside Risk가 존재하는 것으로 판단, Hold 의견을 유지한다.

LS증권 리서치센터

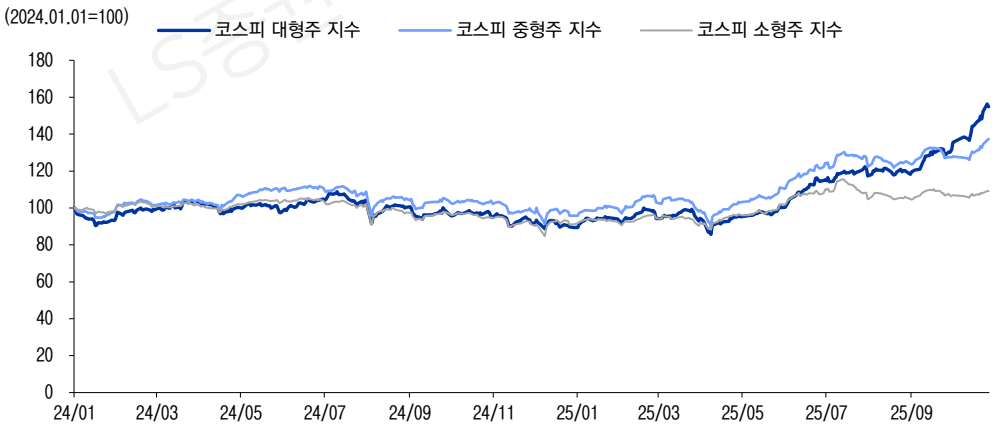
그림4 국내 투자자 예탁금(2000~)

자료: 금호석유, LS증권 리서치센터

그림5 국내 투자자 예탁금(2015~), 5 월말 이후 33% 급증

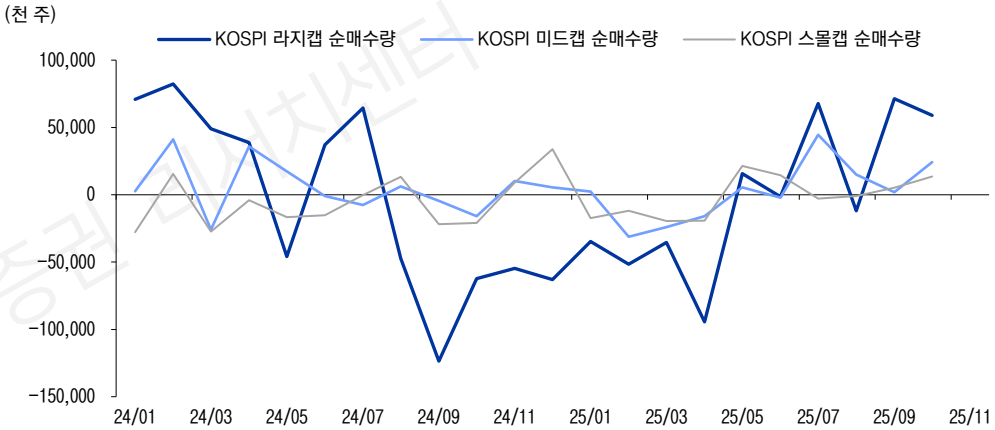
자료: LS증권 리서치센터

그림6 KOSPI 대형주 지수 Outperform



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림7 KOSPI 대형주 순매수량 두드러져



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	33,280	36,318	30,897	30,666	29,762
현금 및 현금성자산	13,074	15,865	10,663	10,691	8,820
매출채권 및 기타채권	7,819	8,567	8,505	8,463	8,962
재고자산	11,123	10,336	10,369	10,317	10,925
기타유동자산	1,264	1,551	1,359	1,195	1,055
비유동자산	47,556	74,212	78,024	79,379	80,384
관계기업투자등	6,049	8,818	8,828	8,839	8,849
유형자산	35,843	56,720	60,658	62,367	63,664
무형자산	5,663	8,674	8,538	8,174	7,871
자산총계	**80,836**	**110,530**	**108,921**	**110,046**	**110,146**
유동부채	29,399	37,726	36,551	36,488	35,358
매입채무 및 기타재무	17,320	18,689	19,514	19,452	20,074
단기금융부채	11,620	18,101	16,101	16,101	14,349
기타유동부채	3,702	6,123	6,123	6,123	6,123
비유동부채	21,416	33,156	31,756	31,856	31,856
장기금융부채	17,715	27,032	25,632	25,732	25,732
기타비유동부채	3,702	6,123	6,123	6,123	6,123
부채총계	**50,816**	**70,881**	**68,306**	**68,344**	**67,214**
지배주주지분	22,203	24,641	25,708	26,890	28,209
자본금	510	786	786	786	786
자본잉여금	10,396	12,747	12,747	12,747	12,747
이익잉여금	11,297	11,109	12,175	13,357	14,676
비지배주주지분(연결)	7,817	15,007	14,907	14,812	14,723
자본총계	**30,020**	**39,649**	**40,614**	**41,702**	**42,932**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**77,288**	**74,717**	**81,004**	**80,599**	**85,354**
매출원가	72,274	70,678	76,225	75,763	80,233
매출총이익	**5,014**	**4,039**	**4,779**	**4,836**	**5,121**
판매비 및 관리비	3,727	4,016	4,607	4,538	4,686
영업이익	**1,904**	**315**	**172**	**298**	**435**
(EBITDA)	3,934	2,770	4,380	4,254	3,940
금융손익	5,243	4,651	3,835	3,834	3,784
이자비용	6,178	6,398	5,348	5,351	5,294
관계기업등 투자손익	133	-430	-430	-430	-430
기타영업외손익	-170	-518	-361	-361	-361
세전계속사업이익	**932**	**-2,380**	**-2,132**	**-2,009**	**-1,866**
계속사업법인세비용	377	-7	-7	-6	-6
계속사업이익	555	-2,372	-2,125	-2,003	-1,860
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**555**	**-2,372**	**-2,125**	**-2,003**	**-1,860**
지배주주	256	-2,260	-2,025	-1,908	-1,772
총포괄이익	**654**	**1,016**	**1,263**	**1,385**	**1,528**
매출총이익률 (%)	6.5	5.4	5.9	6.0	6.0
영업이익률 (%)	2.5	0.4	0.2	0.4	0.5
EBITDA 마진률 (%)	2.5	0.4	0.2	0.4	0.5
당기순이익률 (%)	0.7	-3.2	-2.6	-2.5	-2.2
ROA (%)	0.7	-2.5	-1.9	-1.8	-1.7
ROE (%)	1.2	-9.6	-8.0	-7.3	-6.4
ROIC (%)	2.5	-0.3	0.3	0.4	0.6

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**5,368**	**2,233**	**3,114**	**2,149**	**1,313**
당기순이익(손실)	555	-2,372	-2,125	-2,003	-1,860
비현금수익비용가감	4,534	6,327	7,022	6,772	6,267
유형자산감가상각비	1,821	2,125	3,772	3,591	3,202
무형자산상각비	209	330	436	364	303
기타현금수익비용	2,504	3,872	2,814	2,817	2,761
영업활동 자산부채변동	3,766	1,674	982	147	-382
매출채권 감소(증가)	162	1,606	61	43	-499
재고자산 감소(증가)	1,144	1,815	-33	52	-609
매입채무 증가(감소)	2,008	-1,777	825	-63	622
기타자산, 부채변동	-842	-586	7	6	6
투자활동 현금흐름	**-11,244**	**-7,295**	**-1,741**	**954**	**1,743**
유형자산처분(취득)	-11,217	-9,956	-7,710	-5,300	-4,500
무형자산 감소(증가)	-218	-175	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-1,129	-3,746	-593	-293	-293
기타투자활동	1,101	6,407	6,562	6,547	6,536
재무활동 현금흐름	**9,490**	**7,327**	**-2,178**	**922**	**-930**
차입금의 증가(감소)	3,464	5,536	-3,400	100	-1,752
자본의 증가(감소)	1,137	0	0	0	0
배당금의 지급	-314	-314	-298	-298	-298
기타재무활동	6,340	2,104	1,520	1,120	1,120
현금의 증가	**3,595**	**2,791**	**-5,202**	**28**	**-1,872**
기초현금	9,479	13,074	15,865	10,663	10,691
기말현금	13,074	15,865	10,663	10,691	8,820

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	53.5	-5.3	-9.7	-10.3	-11.1
P/B	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.0	22.7	15.9	16.4	17.7
P/CF	8.6	9.6	10.6	11.6	12.6
배당수익률 (%)	0.0	1.8	1.6	1.6	1.6
성장성 (%)					
매출액	-1.0	-3.3	8.4	-0.5	5.9
영업이익	-51.4	-83.4	-45.5	73.4	45.7
세전이익	-67.4	-355.3	-10.4	-5.7	-7.1
당기순이익	-70.7	적전	적지	적지	적지
EPS	-70.7	적전	적지	적지	적지
안정성 (%)					
부채비율	169.3	178.8	168.2	163.9	156.6
유동비율	113.2	96.3	84.5	84.0	84.2
순차입금/자기자본(x)	0.5	0.4	0.8	0.8	0.8
영업이익/금융비용(x)	0.3	0.0	0.0	0.1	0.1
총차입금 (십억원)	30,536	47,128	43,728	43,828	42,076
순차입금 (십억원)	16,182	17,112	30,997	32,862	32,983
주당지표 (원)					
EPS	2,624	-21,236	-13,294	-12,530	-11,637
BPS	217,879	161,813	168,814	176,579	185,237
CFPS	33,355	20,391	20,799	19,969	17,911
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000

자료: SK이노베이션, LS증권 리서치센터

SK이노베이션 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2025.03.04	신규	정경희			
2025.03.04	Hold	108,000원	-14.2		11.0
2025.04.11	Hold	88,000원	-7.8		3.7
2025.05.28	Hold	71,000원	22.3		49.5
2025.08.21	Hold	91,000원	9.8		20.9
2025.11.03	Hold	110,000원			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정경희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	89.4% 10.6%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024. 10. 1 ~ 2025. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)