신영증권
2025. 11. 03

SK이노베이션(096770.KS) 매수(유지)

3Q25에 이어 4Q25도 컨센 상회 전망

분석의 기본 가정
- 4Q25 평균 유가(Dubai기준) 64$/bbl, 정제마진 QoQ +3$/bbl 가정

3Q25 영업이익 컨센 125% 상회

3Q25 영업이익은 5,735억원(QoQ 흑전, YoY 흑전)으로 컨센 125% 상회. 이는 SK 온 부진에도 불구, 석유/윤활유/E&S 실적이 대폭 개선된 영향. 석유 영업이익은 3,042억원(QoQ +7,705억원)으로 대폭 증익. 이는 2분기 재고 손실 환입(QoQ +3,301억원) 및 정제마진 회복 영향. 윤활유 영업이익도 1,706억원(QoQ +27%)으로 증익. 이는 성수기 진입에 따른 물량 증가 영향. E&S 영업이익은 2,554억원(QoQ +122%)을 기록. 이는 높은 발전소 가동률 덕분. 배터리 영업이익은 -1,248억원(QoQ -584억원)으로 감익. 이는 미국 판매량 감소(QoQ -36%) 및 그에 따른 AMPC 수취 금액 감소 영향. 다만, 일시적 고객사 보상금 수취로 감익 폭은 제한

4Q25 영업이익도 컨센 300% 상회 전망

4Q25 영업이익 3,828억원(QoQ -33%, YoY +139%)으로 컨센을 4배 가량 상회할 전망. 현재 시장 컨센과 가장 큰 차이가 발생하는 부분은 석유 부문. 석유 영업이익은 3,132억원(QoQ +3%) 추정. 유가 하락으로 인한 재고 손실 보다 타이트한 글로벌 석유 제품 수급에 따른 마진 효과가 더 클 것으로 전망하기 때문. 배터리 영업이익은 -1,980억원(QoQ -732억원)으로 감익 추정. 미국 전기차 보조금 폐지에 따른미국 판매량 감소(QoQ -20%) 및 AMPC 수취 금액 감소 영향

매수 유지. 목표주가 16만원으로 상향

투자의견 매수 유지, 목표주가는 기존 13만원에서 16만원으로 상향. 이는 정유 업황 호조를 반영해 2026년 실적 추정치를 49% 상향한 결과. 2026년 유가는 공급과잉으로 인해 하락하는 가운데, 석유제품 수급은 낮은 재고와 공급차질로 타이트할 전망. 그에 따라 견조한 수준의 정제마진이 지속될 것으로 예상. 최근 미국 ESS 시장 성장 및 탈중국 공급망 구축 기조 강화로 ESS 수주가 증가하고 있는 점도 긍정적. 동사는 지난 9월 미국 Flatiron과 4년 간 최대 7.2GWh 공급 계약에 이어, 다른 업체들과도 10GWh 규모의 추가 파이프라인 수주 논의 중

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	77,288	74,717	80,174	75,848	87,244
영업이익(십억원)	1,904	315	479	2,620	3,694
세전손익(십억원)	932	-2,380	-1,466	1,454	2,510
지배순이익(십억원)	256	-2,260	-1,061	1,053	1,817
EPS(원)	2,624	-21,236	-6,676	6,182	10,671
증감율(%)	-83.9	적전	적지	흑전	72.6
ROE(%)	1.2	-9.6	-4.1	3.7	5.5
PER(배)	53.5	na	na	20.8	12.1
PBR(배)	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	11.9	25.6	14.5	8.9	8.0

에너지/화학 담당 신홍주
T.02)2004-9168 / 23278@shinyoung.com

현재주가(10/31)	128,900원
목표주가(12M, 상향)	160,000원

Key Data (기준일: 2025. 10. 31)

KOSPIKOSPI(pt)	4107.50
KOSDAQ(pt)	900.42
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	217,909
발행주식수(천주)	170,301
평균거래량(3M,주)	362,754
평균거래대금(3M, 백만원)	41,511
52주 최고/최저	139,200 / 81,100
52주 일간Beta	1.7
배당수익률(25F,%)	1.9
외국인지분율(%)	12.8
주요주주 지분율(%)	
SK 외 13 인	52.1 %
국민연금공단	5.0 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	28.3	19.5	36.5	9.8
KOSPI대비 상대수익률	6.9	-5.6	-15.0	-31.7

Company vs KOSPI composite

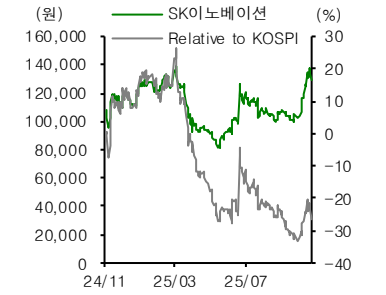


도표 1. SK이노베이션 사업 부문 별 실적 Breakdown (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**18,855.1**	**18,799.1**	**17,657.0**	**19,405.7**	**21,146.6**	**19,306.6**	**20,533.2**	**19,187.7**	**74,716.9**	**80,174.1**	**75,848.0**
QoQ(%)	-3.5%	-0.3%	-6.1%	9.9%	9.0%	-8.7%	6.4%	-6.6%			
YoY(%)	-1.5%	0.4%	-11.2%	-0.6%	12.2%	2.7%	16.3%	-1.1%	-3.3%	7.3%	-5.4%
석유	12,854.8	13,164.0	12,134.3	11,686.8	11,918.1	11,118.7	12,442.1	11,199.0	49,839.9	46,677.9	42,622.6
화학	2,759.0	2,594.0	2,625.3	2,373.4	2,477.0	2,268.6	2,415.2	2,320.9	10,351.7	9,481.7	10,206.1
윤활유	1,137.3	1,062.5	1,064.9	970.7	972.2	893.8	980.5	824.2	4,235.4	3,670.7	3,479.5
E&S				3,135.0	3,752.1	2,545.3	2,527.8	2,843.0	2,353.7	11,668.2	10,742.4
배터리	1,683.6	1,553.5	1,430.8	1,598.7	1,605.4	2,107.7	1,807.9	1,659.7	6,266.6	7,180.7	7,511.0
E&P	370.1	371.9	355.5	379.2	383.1	341.7	320.0	296.1	1,476.7	1,340.9	1,081.0
소재	31.7	43.6	26.9	31.2	23.8	19.5	23.5	31.1	133.4	97.9	146.9
영업이익	**624.7**	**-45.8**	**-423.3**	**159.9**	**-59.4**	**-417.6**	**573.5**	**382.8**	**315.5**	**479.2**	**2,620.1**
영업이익률(%)	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	-0.3%	-2.2%	2.8%	2.0%	0.4%	0.6%	3.5%
QoQ(%)	760.5%	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	-33.3%			
YoY(%)	66.6%	적지	적전	120.2%	적전	적지	흑전	139.4%	-83.4%	51.9%	446.7%
석유	**591.1**	**144.2**	**-616.6**	**342.4**	**36.3**	**-466.3**	**304.2**	**313.2**	**461.1**	**187.4**	**1,695.6**
영업이익률(%)	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	0.3%	-4.2%	2.4%	2.8%	0.9%	0.4%	4.0%
QoQ(%)	흑전	-75.6%	적전	흑전	-89.4%	적전	흑전	3.0%			
YoY(%)	115.1%	흑전	적전	흑전	-93.9%	적전	흑전	-8.5%	-43.1%	-59.3%	804.6%
화학	**124.5**	**99.4**	**-14.4**	**-84.2**	**-114.3**	**-118.6**	**-36.8**	**-39.0**	**125.3**	**-308.7**	**10.9**
영업이익률(%)	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-4.6%	-5.2%	-1.5%	-1.7%	1.2%	-3.3%	0.1%
QoQ(%)	31025.0%	-20.2%	적전	적지	적지	적지	적지	적지			
YoY(%)	14.3%	-41.6%	적전	적전	적전	적전	적지	적지	-75.7%	적전	흑전
윤활유	**220.4**	**152.4**	**174.4**	**139.5**	**121.4**	**134.6**	**170.6**	**125.6**	**686.7**	**552.2**	**523.7**
영업이익률(%)	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	12.5%	15.1%	17.4%	15.2%	16.2%	15.0%	15.1%
QoQ(%)	1.6%	-30.9%	14.4%	-20.0%	-13.0%	10.9%	26.7%	-26.4%			
YoY(%)	-15.0%	-41.4%	-33.4%	-35.7%	-44.9%	-11.7%	-2.2%	-10.0%	-31.2%	-19.6%	-5.1%
E&S				**123.4**	**193.1**	**115.0**	**255.4**	**183.7**	**123.4**	**747.2**	**767.9**
영업이익률(%)				5.2%	5.1%	4.5%	10.1%	6.5%	5.2%	6.4%	7.1%
QoQ(%)					69.1%	-40.4%	122.1%	-28.1%			
YoY(%)								10.4%		505.5%	2.8%
배터리	**-331.5**	**-460.1**	**24.0**	**-359.4**	**-299.3**	**-66.4**	**-124.8**	**-198.0**	**-1,127.0**	**-688.5**	**-437.2**
영업이익률(%)	-19.7%	-29.6%	1.7%	-22.5%	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-11.9%	-18.0%	-9.6%	-5.8%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적지	적지			
YoY(%)	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지
E&P	**154.4**	**142.1**	**131.1**	**145.8**	**120.4**	**109.0**	**89.3**	**81.6**	**573.4**	**400.3**	**336.2**
소재	**-64.4**	**-70.1**	**-74.0**	**-74.2**	**-69.6**	**-53.7**	**-53.7**	**-53.7**	**-282.7**	**-230.8**	**-139.9**
당기순이익	**-97.6**	**-639.7**	**-588.1**	**-1,047.0**	**-125.6**	**-1,032.2**	**-94.3**	**137.8**	**-2,372.5**	**-1,114.3**	**1,105.3**
당기순익률(%)	-0.5%	-3.4%	-3.3%	-5.4%	-0.6%	-5.3%	-0.5%	0.7%	-3.2%	-1.4%	1.5%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전			
YoY(%)	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전
지배순이익	**-72.6**	**-572.9**	**-616.5**	**-997.9**	**-229.0**	**-772.2**	**-114.5**	**54.2**	**-2,260.0**	**-1,061.5**	**1,052.9**

자료: 신영증권 리서치센터

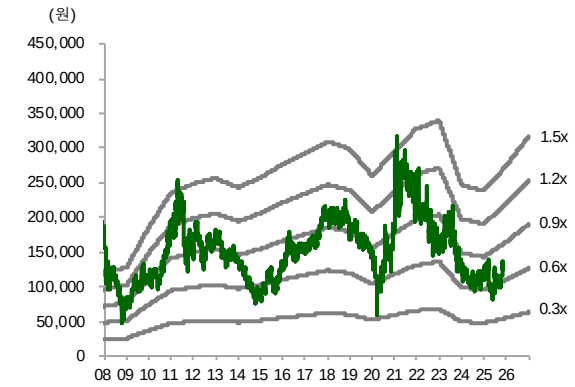
도표 2. SK이노베이션 Valuation

(단위: 십억원, 배)

사업부문	EBITDA(26F)	Multiple(배)	EV	비고
석유	2,255.6	6	14,639	글로벌 정유업체 Peer
화학	363.9	4	1,634	글로벌 석유화학업체 Peer
윤활유	748.7	6	4,859	글로벌 정유업체 Peer
E&P	1,053.2	6	6,836	글로벌 E&P업체 Peer
E&S	1,368.9	8	10,951	글로벌 LNG Up/mid/downstream Peer
배터리	832.8	16	13,325	국내 2차전지 셀 Peer
SKIET			461	SKIET 시가총액 70% 할인 및 지분율 적용
영업가치			**52,705**	
자산가치			**4,851**	투자자산 장부가치 30% 할인
순차입금			33,988	
우선주 시가총액			100	10/31 종가 기준
목표 시가총액			**23,468**	
주식수(천주)			151,035	
주당 NAV			**155,380**	
목표주가(원)			**160,000**	
현재주가(원)			128,900	10/31 종가 기준
Upside(%)			**24%**	

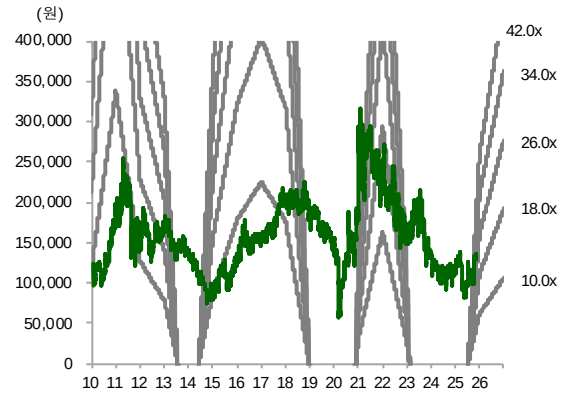
자료: 신영증권 리서치센터

도표 3. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료 : 신영증권 리서치센터

도표 4. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드 차트



자료 : 신영증권 리서치센터

SK이노베이션(096770.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**77,288**	**74,717**	**80,174**	**75,848**	**87,244**
증가율(%)	-1.0	-3.3	7.3	-5.4	15.0
매출원가	**72,274**	**70,678**	**75,686**	**69,436**	**79,188**
원가율(%)	93.5	94.6	94.4	91.5	90.8
매출총이익	**5,014**	**4,039**	**4,488**	**6,412**	**8,056**
매출총이익률(%)	6.5	5.4	5.6	8.5	9.2
판매비와 관리비 등	**3,727**	**4,016**	**4,009**	**3,792**	**4,362**
판관비율(%)	4.8	5.4	5.0	5.0	5.0
영업이익	**1,904**	**315**	**479**	**2,620**	**3,694**
증가율(%)	-51.4	-83.5	52.1	447.0	41.0
영업이익률(%)	2.5	0.4	0.6	3.5	4.2
EBITDA	**3,934**	**2,770**	**4,581**	**6,989**	**7,877**
EBITDA마진(%)	5.1	3.7	5.7	9.2	9.0
순금융손익	**-935**	**-1,747**	**-1,613**	**-1,164**	**-1,184**
이자손익	-749	-1,100	-1,166	-1,051	-1,064
외화관련손익	-102	-374	-173	-217	-224
기타영업외손익	**-170**	**-518**	**-432**	**-122**	**-120**
종속및관계기업 관련손익	**133**	**-430**	**100**	**120**	**120**
법인세차감전계속사업이익	**932**	**-2,380**	**-1,466**	**1,454**	**2,510**
계속사업손익법인세비용	**377**	**-7**	**-352**	**349**	**602**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**555**	**-2,372**	**-1,114**	**1,105**	**1,908**
증가율(%)	-70.7	적전	적지	흑전	72.7
순이익률(%)	0.7	-3.2	-1.4	1.5	2.2
지배주주지분 당기순이익	256	-2,260	-1,061	1,053	1,817
증가율(%)	-83.7	적전	적지	흑전	72.6
기타포괄이익	**99**	**3,388**	**3,319**	**3,319**	**3,319**
총포괄이익	**654**	**1,016**	**2,204**	**4,424**	**5,227**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**33,280**	**36,318**	**35,816**	**40,171**	**47,584**
현금및현금성자산	13,074	15,865	13,401	17,878	17,364
매출채권 및 기타채권	7,819	8,567	9,386	9,346	13,111
재고자산	11,123	10,336	11,090	10,492	13,959
비유동자산	**47,556**	**74,212**	**76,651**	**75,843**	**74,721**
유형자산	35,843	56,720	58,948	57,868	56,437
무형자산	2,302	2,938	2,608	2,319	2,067
투자자산	6,730	10,467	11,008	11,568	12,129
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**80,836**	**110,530**	**112,467**	**116,014**	**122,305**
유동부채	**29,399**	**37,726**	**37,701**	**37,158**	**38,556**
단기차입금	8,185	12,051	12,051	12,051	12,051
매입채무및기타채무	17,320	18,689	18,665	18,122	19,520
유동성장기부채	3,435	6,050	6,050	6,050	6,050
비유동부채	**21,416**	**33,156**	**33,156**	**33,156**	**33,156**
사채	10,004	11,634	11,634	11,634	11,634
장기차입금	7,711	15,398	15,398	15,398	15,398
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**50,816**	**70,881**	**70,857**	**70,314**	**71,712**
지배주주지분	**22,203**	**24,641**	**26,655**	**30,693**	**35,496**
자본금	510	786	876	876	876
자본잉여금	10,396	12,747	12,747	12,747	12,747
기타포괄이익누계액	878	3,094	6,412	9,731	13,050
이익잉여금	11,253	8,231	6,836	7,555	9,039
비지배주주지분	**7,817**	**15,007**	**14,955**	**15,007**	**15,098**
자본총계	**30,020**	**39,649**	**41,610**	**45,700**	**50,593**
총차입금	**31,050**	**47,855**	**47,855**	**47,855**	**47,855**
순차입금	**17,387**	**31,393**	**33,988**	**29,502**	**30,006**

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**5,368**	**2,233**	**1,047**	**5,158**	**-324**
당기순이익	**555**	**-2,372**	**-1,114**	**1,105**	**1,908**
현금유출이없는비용및수익	**2,703**	**4,543**	**4,989**	**5,866**	**5,954**
유형자산감가상각비	1,821	2,125	3,772	4,080	3,931
무형자산상각비	209	330	330	288	252
영업활동관련자산부채변동	**3,766**	**1,674**	**-2,013**	**-413**	**-6,519**
매출채권의감소(증가)	162	1,606	-820	41	-3,765
재고자산의감소(증가)	1,144	1,815	-755	598	-3,467
매입채무의증가(감소)	-1,897	-4,957	-24	-543	1,398
투자활동으로인한현금흐름	**-11,244**	**-7,295**	**50**	**3,049**	**3,549**
투자자산의 감소(증가)	-1,073	-4,019	-441	-441	-441
유형자산의 감소	21	72	0	0	0
CAPEX	-11,238	-10,028	-6,000	-3,000	-2,500
단기금융자산의감소(증가)	1,232	-9	-9	-9	-9
재무활동으로인한현금흐름	**9,490**	**7,327**	**2,232**	**2,106**	**2,106**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	2,854	4,012	0	0	0
자본의 증가(감소)	1,137	0	90	0	0
기타현금흐름	**-19**	**526**	**-5,793**	**-5,837**	**-5,844**
현금의 증가	**3,595**	**2,791**	**-2,464**	**4,477**	**-513**
기초현금	9,479	13,074	15,865	13,401	17,878
기말현금	13,074	15,865	13,401	17,878	17,364

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	2,624	-21,236	-6,676	6,182	10,671
BPS	226,492	164,556	158,970	182,682	210,882
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000
Multiples (배)					
PER	53.5	na	na	20.8	12.1
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	11.9	25.6	14.5	8.9	8.0

Financial Ratio

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-83.9%	적전	적지	흑전	72.6%
EBITDA(발표기준) 증가율	-31.1%	-29.6%	65.4%	52.6%	12.7%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	2.1%	-6.8%	-2.7%	2.5%	4.0%
ROE(지배순이익 기준)	1.2%	-9.6%	-4.1%	3.7%	5.5%
ROIC	2.5%	-0.3%	0.6%	3.0%	4.1%
WACC	5.5%	5.7%	5.2%	5.2%	5.2%
안전성(%)					
부채비율	169.3%	178.8%	170.3%	153.9%	141.7%
순차입금비율	57.9%	79.2%	81.7%	64.6%	59.3%
이자보상배율	1.7	0.2	0.3	1.7	2.4

Compliance Notice

■ 투자등급

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우

중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우

매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천

중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천

비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250930)	매수 : 87.41%	중립 : 11.89%	매도 : 0.7%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
SK이노베이션	-	-	-	-	-	-	-	-

SK이노베이션 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-11-03	매수	160000		
2025-05-02	매수	130000	-18.96	5.38
2025-03-26	매수	160000	-37.47	-23.81