SK이노베이션(096770)

중립(유지)

Ford와 배터리 JV 종결: 변화의 시작, 깊어지는 고민

주가는 향후 배터리 자산 및 생산 규모 추가 재편 여부에 좌우될 전망

2025년 12월 11일 SK온은 Ford와 50:50 합작으로 2022년 7월 설립한 미국 배터리 JV(BlueOval SK) 종결을 발표했다. 합작 종결 과정에서 현금 유출입은 발생하지 않는다. 켄터키 설비의 Ford 이전으로 2026년 말 기준 SK온의 북미 설비는 기존 137GWh에서 102GWh (조지아 57GWh, 테네시 45GWh)로 축소된다.

SK온은 2025년 11월 20일 중국 EVE에너지와의 합작 관계도 정리했다. 향후 미국 조지아의 현대자동차 JV(35GWh), 헝가리(48GWh) 등에서 추가 자산 및 생산 규모 재편 추진 여부와 방식, 속도에 주목할 필요가 있다. 2026년 이후 SK이노베이션의 실적 역시 배터리 사업 전략 변화에 따라 크게 변화할 것으로 예상된다.

BESS(Battery Energy Storage System) 사업에 대해 생각해 볼 문제

전기차용 배터리는 전기차가 잘 팔리면 꾸준하게 생산할 수 있다. 생산 계획을 세우고, 원재료를 구매하고, 인력을 채용할 수 있다. 이 과정에서 생산성이 높아지고, 원가는 낮아진다. 전기차 판매가 부진하면 고객사가 일정 수준의 보상금을 지급하기도 한다. BESS용 배터리 시장은 다르다. 판매의 연속성이 매우 낮아 1회성 판매의 성격이 강하다. 따라서 안정적 생산 계획을 세우기 어렵다. 원자재 가격이 매일 바뀌는데, 설비 연속 가동을 위해 언제 팔릴지 모르는 제품을 미리 만들어놓을 수는 없다. 현재 세계 최대 BESS 단일 계약 규모는 3-4GWh 수준이다. 수십 GWh의 설비에서 몇 개 라인만 돌리면서 원가를 낮추고, 수익을 내기는 어렵다.

세계 BESS 시장의 대세는 LFP 배터리다. 우리나라 업체들도 BESS는 LFP 배터리를 통해 대응하고 있다. LFP 배터리 생산에서 우리는 후발 주자다. 미국 데이터센터는 값싼 전력이 대규모로 필요하지만, 천연가스 외에는 대안이 없다. 이런 상황에도 미국 정부가 145%의 중국산 배터리 관세를 계속 유지할 것인지, 관세가 낮아져도 BESS 시장에서 우리나라 업체가 경쟁력을 확보할 수 있는 방안이 있는지에 대한 고민이 필요하다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2023A	77,288	1,904	256	2,808	(84.1)	3,934	50.0	9.8	0.6	1.2	0.0
2024A	74,717	315	(2,260)	(21,541)	NM	2,770	NM	22.8	0.7	(9.6)	1.8
2025F	81,182	457	(1,551)	(9,968)	NM	3,796	NM	17.3	0.8	(6.4)	1.8
2026F	75,433	3,275	290	1,740	NM	6,789	64.6	10.2	0.8	1.2	1.8
2027F	88,309	4,732	1,142	6,842	293.3	8,416	16.4	8.2	0.7	4.5	1.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
67	61	67	72

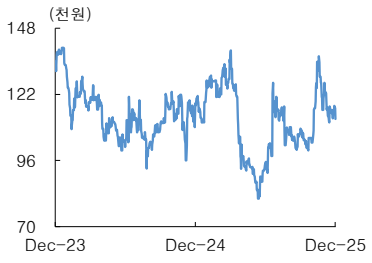
Stock Data

KOSPI(12/11)		4,111
주가(12/11)		112,300
시가총액(십억원)		18,985
발행주식수(백만)		169
52주 최고/최저가(원)		139,200/81,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)		47,140
유동주식비율/외국인지분율(%)		36.9/12.7
주요주주(%)	SK 외 13 인	52.1
	국민연금공단	5.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.2)	19.2	(5.3)
KOSPI 대비(%p)	(8.3)	(22.2)	(73.6)

주가추이



자료: FnGuide

이충재
twim2000@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**77,288**	**74,717**	**81,182**	**75,433**	**88,309**
매출원가	72,274	70,678	76,575	67,909	79,167
매출총이익	5,014	4,039	4,607	7,523	9,142
판매관리비	3,727	4,016	4,150	4,248	4,410
영업이익	**1,904**	**315**	**457**	**3,275**	**4,732**
영업이익률(%)	*2.5*	*0.4*	*0.6*	*4.3*	*5.4*
EBITDA	3,934	2,770	3,796	6,789	8,416
EBITDA Margin(%)	*5.1*	*3.7*	*4.7*	*9.0*	*9.5*
영업외수익	(972)	(2,695)	(2,799)	(2,837)	(3,008)
금융수익	5,243	4,651	2,579	2,582	2,604
금융비용	6,178	6,398	4,283	4,361	4,440
기타영업외손익	(170)	(518)	(563)	(523)	(612)
관계기업관련손익	133	(430)	(532)	(535)	(559)
세전계속사업이익	**932**	**(2,380)**	**(2,342)**	**438**	**1,724**
법인세비용	377	(7)	(618)	116	455
연결당기순이익	555	(2,372)	(1,724)	322	1,269
지배주주지분순이익	**256**	**(2,260)**	**(1,551)**	**290**	**1,142**
지배주주순이익률(%)	*0.3*	*(3.0)*	*(1.9)*	*0.4*	*1.3*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	(1.0)	(3.3)	8.7	(7.1)	17.1
영업이익 증가율	(51.4)	(83.4)	44.7	617.3	44.5
지배주주순이익 증가율	(83.7)	NM	NM	NM	293.7
EPS 증가율	(84.1)	NM	NM	NM	293.3
EBITDA 증가율	(31.1)	(29.6)	37.0	78.8	24.0

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**80,836**	**110,530**	**131,927**	**144,528**	**170,542**
유동자산	33,280	36,318	39,461	36,666	42,925
현금성자산	13,074	15,865	17,238	16,017	18,751
매출채권및기타채권	7,819	8,567	9,308	8,649	10,125
재고자산	11,123	10,336	11,230	10,435	12,216
비유동자산	47,556	74,212	92,466	107,862	127,617
투자자산	6,730	10,467	11,373	10,567	12,371
유형자산	35,843	56,720	73,461	90,202	106,943
무형자산	2,302	2,938	3,192	2,966	3,472
부채총계	**50,816**	**70,881**	**93,336**	**104,947**	**129,026**
유동부채	29,399	37,726	58,572	69,158	91,324
매입채무및기타채무	17,320	18,689	20,306	18,868	22,089
단기차입금및단기사채	8,185	12,051	12,151	12,251	12,351
유동성장기부채	3,435	6,050	6,550	7,050	7,550
비유동부채	21,416	33,156	34,763	35,790	37,703
사채	10,004	11,634	12,134	12,634	13,134
장기차입금및금융부채	9,409	17,965	18,765	19,565	20,365
자본총계	**30,020**	**39,649**	**38,592**	**39,581**	**41,516**
지배주주지분	22,203	24,641	23,657	24,513	26,222
자본금	510	786	786	786	786
자본잉여금	10,396	12,747	12,747	12,747	12,747
기타자본	(833)	(216)	(216)	(216)	(216)
이익잉여금	11,253	8,231	6,346	6,303	7,111
비지배주주지분	**7,817**	**15,007**	**14,935**	**15,067**	**15,294**
순차입금	17,524	31,533	32,158	35,453	34,678

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**5,368**	**2,233**	**20,516**	**15,834**	**23,845**
당기순이익	555	(2,372)	(1,724)	322	1,269
유형자산감가상각비	1,821	2,125	2,938	3,140	3,248
무형자산상각비	209	330	402	373	437
자산부채변동	3,766	1,674	18,334	11,425	17,895
기타	(983)	476	566	574	996
투자활동현금흐름	**(11,244)**	**(7,295)**	**(21,021)**	**(18,727)**	**(22,689)**
유형자산투자	(11,238)	(10,028)	(19,751)	(19,953)	(20,061)
유형자산매각	21	72	72	72	72
투자자산순증	(14)	(11)	(538)	1,171	(1,463)
무형자산순증	(218)	(175)	(656)	(147)	(943)
기타	205	2,847	(148)	130	(294)
재무활동현금흐름	**9,490**	**7,327**	**1,877**	**1,672**	**1,578**
자본의증가	6,676	2,433	0	0	0
차입금의순증	3,128	5,180	2,038	2,038	2,038
배당금지급	(314)	(314)	(298)	(334)	(334)
기타	0	28	137	(32)	(126)
기타현금흐름	(19)	526	0	0	0
현금의증가	**3,595**	**2,791**	**1,373**	**(1,221)**	**2,734**
FCF	(4,243)	(6,283)	2,003	(2,376)	4,491

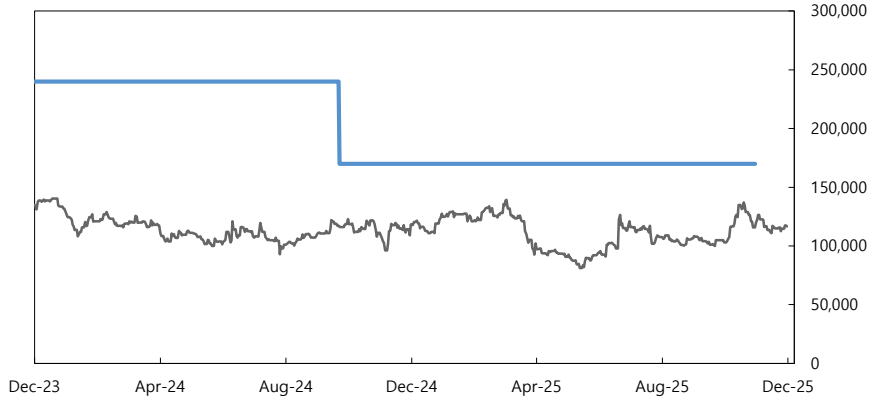
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,808	(21,541)	(9,968)	1,740	6,842
BPS	226,492	164,556	141,363	146,392	156,424
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000
수익성(%)					
ROA	0.7	(2.5)	(1.4)	0.2	0.8
ROE	1.2	(9.6)	(6.4)	1.2	4.5
배당수익률	0.0	1.8	1.8	1.8	1.8
배당성향	0.0	NM	NM	115.0	29.2
안정성					
부채비율(x)	169.3	178.8	241.9	265.1	310.8
차입금/자본총계비율(%)	103.4	120.7	129.3	131.2	130.0
이자보상배율(x)	1.7	0.2	0.2	1.7	2.3
순차입금/EBITDA(x)	4.5	11.4	8.5	5.2	4.1
Valuation(x)					
PER	50.0	NM	NM	64.6	16.4
최고	80.4	NM	NM	80.6	20.5
최저	42.8	NM	NM	46.4	11.8
PBR	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7
최고	1.0	0.9	1.0	1.0	0.9
최저	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2
EV/EBITDA	9.8	22.8	17.3	10.2	8.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK이노베이션 (096770)	2022.12.28	매수	236,148원	-30.7	-10.0
	2023.12.28	1년경과		-42.6	-40.6
	2024.01.09	매수	240,000원	-53.2	-46.3
	2024.10.02	매수	170,000원	-34.8	-18.1
	2025.10.02	1년경과		-28.8	-19.4
	2025.11.10	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 12월 11일 현재 SK이노베이션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK이노베이션 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.