신영증권
2025. 12. 12

SK이노베이션(096770.KS) 매수(유지)

SK온 BOSK 운영 구조 재편 Comment

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

Blue Oval SK 운영구조 재편 발표

11일 SK온은 Ford와 Blue Oval SK 운영구조 재편 합의. BOSK는 Ford가 보유한 지분 50%를 유상감자. Ford는 그 대가로 BlueOval SK가 보유한 켄터키 공장 자산·부채·계약을 인수. 그에 따라 SK온은 테네시 공장(45GWh)을, Ford는 켄터키 공장(37GWh)를 각자 독립적으로 소유 및 운영할 예정. 이번 구조 재편은 내년 1분기 말 마무리 예상. SK온은 테네시 공장을 통해 기존 Ford와의 계약 물량을 소화하고, 타 OEM향 물량 및 ESS 대응 예정. 금번 운영 구조 재편과 현대차 JV를 감안하면 SK온의 2026년 미국 배터리 공장 Capa는 기존 139GWh에서 102GWh로 조정

SK온의 재무구조 및 수익성 개선 전망

금번 운영구조 재편의 직접적인 효과는 SK온의 재무구조 및 수익성 개선. JV 종료되며 BOSK의 자본금은 기존 9조원에서 4.5조원으로 50% 감소하고, 연결 부채도 기존 12조원에서 6조원으로 감소. 그에 따라 연간 3천억원 정도의 이자 비용 절감 가능. 3Q25 켄터키 공장 가동에 따라 일부 인식되기 시작했던 연 4천억원 가량의 감가상각비 부담도 경감. 추가적으로 SK온이 테네시 공장을 독립적으로 운영하게 되면서 경쟁사 대비 부족했던 ESS 라인 확충도 기대해 볼 수 있다고 판단. 최근 미국 ESS 시장 성장 및 탈중국 공급망 구축 기조 강화로 미국 내 생산되는 ESS 수요는 2026년부터 증가할 것으로 예상. 동사는 지난 9월 미국 Flatiron과 4년 간 최대 7.2GWh 공급 계약에 이어, 다른 업체들과도 10GWh 규모의 추가 파이프라인 수주 논의 중이라 밝힌 바 있음

매수 유지. 목표주가 16만원 유지

투자의견 매수와 목표주가 16만원을 유지. 금번 BOSK 운영구조 재편은 지난 11월 중국 EVE에너지와의 JV 지분 맞교환과 함께 SK온의 선택과 집중 전략의 일환. 2026년에도 미국 내 전기차 업황의 회복이 어려운 상황에서 운영구조 재편을 통한 재무구조 및 수익성 개선은 긍정적. 다만, 사업구조 상 여전히 ESS 보다는 전기차 익스포저가 높아 SK온의 본격적인 실적 개선을 위해서는 추가적인 ESS 수주 및 전기차 업황 개선이 필수적이라 판단

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(12/11)	112,300원
목표주가(12M, 유지)	160,000원

Key Data (기준일: 2025. 12. 11)

KOSPI(pt)	4110.62
KOSDAQ(pt)	934.64
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	189,846
발행주식수(천주)	170,301
평균거래량(3M,주)	381,515
평균거래대금(3M, 백만원)	45,380
52주 최고/최저	139,200 / 81,100
52주 일간Beta	1.6
배당수익률(25F,%)	1.9
외국인지분율(%)	12.7
주요주주 지분율(%)	
SK 외 13 인	52.1 %
국민연금공단	5.0 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.2	3.5	19.2	-5.3
KOSPI대비 상대수익률	-8.3	-15.8	-15.7	-43.7

Company vs KOSPI composite

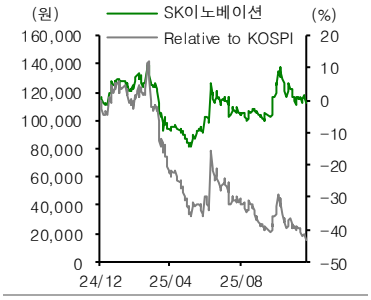
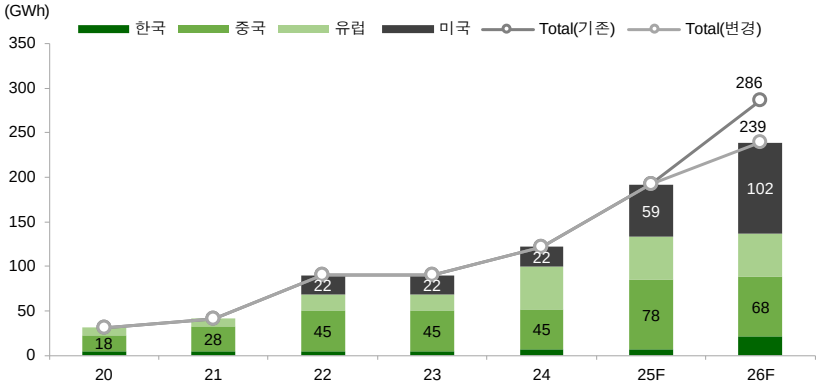


도표 1. SK 온 글로벌 배터리 Capa



자료: SK 이노베이션, 신영증권 리서치센터

도표 2. SK온 지역 별 배터리 생산능력 및 지분율 변동 내역

지역	생산 site	생산능력	상업가동	지분율 변동 내역
한국	서산 #1,2	7.0	3Q18	
	서산 #3	14.0	2026~	
유럽	헝가리 코마롬 #1	7.5	1Q20	
	헝가리 코마롬 #2	10.0	1Q22	
	헝가리 이반차 #3	30.0	2Q24	
미국	조지아 #1	10.0	1Q22	
	조지아 #2	12.0	4Q22	
	BOSK JV 켄터키 #1	37.0	3Q25	**기존 50%→0%**
	BOSK JV 테네시	45.0	2026~	**기존 50%→100%**
	HMG JV 조지아	35.0	2026~	
중국	BEST JV 창저우	7.5	2Q20	
	EUE JV 후이저우	10.0	1Q21	**기존 49%→0%**
	SKOJ JV 옌청 #1,2	27.0	1Q21	**기존 70%→100%**
	SKOY 옌청	33.0	4Q25~	

자료: SK 이노베이션, 신영증권 리서치센터
주: 음영은 현재 가동 중인 공장

도표 3. SK이노베이션 사업 부문 별 실적 Breakdown (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	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

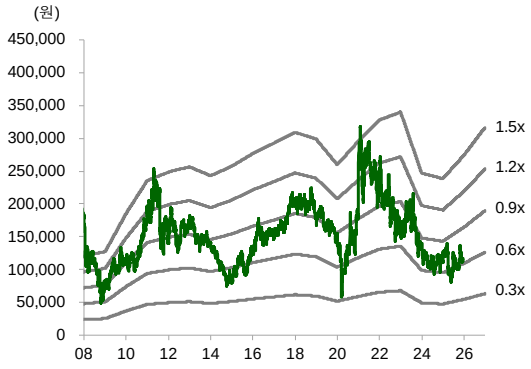
도표 4. SK이노베이션 Valuation

(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)			112,300	12/11 종가 기준
Upside(%)			**42%**	

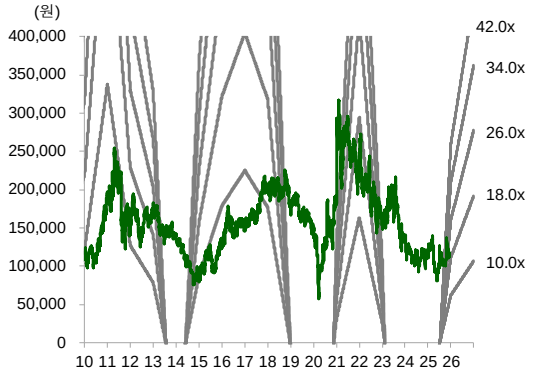
자료: 신영증권 리서치센터

도표 5. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: 신영증권 리서치센터

도표 6. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 신영증권 리서치센터

SK이노베이션(096770.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**772,885**	**747,170**	**801,741**	**758,480**	**872,444**
증가율(%)	-1.0	-3.3	7.3	-5.4	15.0
매출원가	**722,745**	**706,779**	**756,862**	**694,355**	**791,883**
원가율(%)	93.5	94.6	94.4	91.5	90.8
매출총이익	**50,140**	**40,390**	**44,879**	**64,125**	**80,562**
매출총이익률(%)	6.5	5.4	5.6	8.5	9.2
판매비와 관리비 등	**37,272**	**40,159**	**40,087**	**37,924**	**43,622**
판관비율(%)	4.8	5.4	5.0	5.0	5.0
영업이익	**19,039**	**3,155**	**4,792**	**26,201**	**36,939**
증가율(%)	-51.4	-83.4	51.9	446.8	41.0
영업이익률(%)	2.5	0.4	0.6	3.5	4.2
EBITDA	**39,339**	**27,700**	**45,808**	**69,886**	**78,766**
EBITDA마진(%)	5.1	3.7	5.7	9.2	9.0
순금융손익	**-9,348**	**-17,472**	**-16,135**	**-11,637**	**-11,837**
이자손익	-7,488	-10,996	-11,659	-10,513	-10,642
외화관련손익	-1,020	-3,736	-1,732	-2,173	-2,244
기타영업외손익	**-1,700**	**-5,178**	**-4,320**	**-1,220**	**-1,200**
종속및관계기업 관련손익	**1,330**	**-4,303**	**1,000**	**1,200**	**1,200**
법인세차감전계속사업이익	**9,322**	**-23,798**	**-14,662**	**14,543**	**25,102**
계속사업손익법인세비용	**3,773**	**-74**	**-3,519**	**3,490**	**6,025**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**5,549**	**-23,725**	**-11,143**	**11,053**	**19,078**
증가율(%)	-70.7	적전	적지	흑전	72.6
순이익률(%)	0.7	-3.2	-1.4	1.5	2.2
지배주주지분 당기순이익	2,563	-22,600	-10,615	10,529	18,173
증가율(%)	-83.7	적전	적지	흑전	72.6
기타포괄이익	**994**	**33,882**	**33,188**	**33,188**	**33,188**
총포괄이익	**6,543**	**10,157**	**22,044**	**44,241**	**52,265**

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

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**332,796**	**363,184**	**358,160**	**401,715**	**475,845**
현금및현금성자산	130,744	158,651	134,010	178,776	173,644
매출채권 및 기타채권	78,186	85,667	93,864	93,458	131,109
재고자산	111,227	103,356	110,905	104,921	139,591
비유동자산	**475,559**	**742,117**	**766,508**	**758,429**	**747,208**
유형자산	358,434	567,196	589,480	578,678	564,372
무형자산	23,021	29,375	26,076	23,192	20,671
투자자산	67,301	104,670	110,077	115,683	121,290
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**808,355**	**1,105,301**	**1,124,667**	**1,160,144**	**1,223,053**
유동부채	**293,992**	**377,256**	**377,013**	**371,584**	**385,564**
단기차입금	81,849	120,512	120,512	120,512	120,512
매입채무및기타채무	173,199	186,893	186,649	181,221	195,201
유동성장기부채	34,355	60,499	60,499	60,499	60,499
비유동부채	**214,164**	**331,556**	**331,556**	**331,556**	**331,556**
사채	100,037	116,341	116,341	116,341	116,341
장기차입금	77,110	153,981	153,981	153,981	153,981
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**508,155**	**708,812**	**708,569**	**703,141**	**717,120**
지배주주지분	**222,027**	**246,414**	**266,552**	**306,933**	**354,957**
자본금	5,095	7,860	8,761	8,761	8,761
자본잉여금	103,958	127,468	127,468	127,468	127,468
기타포괄이익누계액	8,779	30,937	64,125	97,312	130,500
이익잉여금	112,528	82,313	68,362	75,555	90,392
비지배주주지분	**78,173**	**150,075**	**149,546**	**150,070**	**150,975**
자본총계	**300,200**	**396,489**	**416,098**	**457,003**	**505,933**
총차입금	**310,496**	**478,547**	**478,547**	**478,547**	**478,547**
순차입금	**173,868**	**313,926**	**339,880**	**295,024**	**300,065**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**53,679**	**22,325**	**10,472**	**51,584**	**-3,243**
당기순이익	**5,549**	**-23,725**	**-11,143**	**11,053**	**19,078**
현금유출이없는비용및수익	**27,027**	**45,425**	**49,887**	**58,663**	**59,538**
유형자산감가상각비	18,213	21,246	37,716	40,801	39,306
무형자산상각비	2,086	3,299	3,299	2,884	2,521
영업활동관련자산부채변동	**37,662**	**16,744**	**-20,132**	**-4,128**	**-65,191**
매출채권의감소(증가)	1,621	16,059	-8,198	406	-37,651
재고자산의감소(증가)	11,438	18,146	-7,549	5,984	-34,671
매입채무의증가(감소)	-18,973	-49,568	-243	-5,428	13,980
투자활동으로인한현금흐름	**-112,442**	**-72,953**	**496**	**30,494**	**35,493**
투자자산의 감소(증가)	-10,734	-40,194	-4,407	-4,407	-4,407
유형자산의 감소	212	719	0	0	0
CAPEX	-112,381	-100,279	-60,000	-30,000	-25,000
단기금융자산의감소(증가)	12,323	-86	-88	-89	-91
재무활동으로인한현금흐름	**94,904**	**73,271**	**22,316**	**21,055**	**21,055**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	28,542	40,124	0	0	0
자본의 증가(감소)	11,371	0	901	0	0
기타현금흐름	**-188**	**5,264**	**-57,925**	**-58,367**	**-58,437**
현금의 증가	**35,953**	**27,907**	**-24,641**	**44,767**	**-5,132**
기초현금	94,791	130,744	158,651	134,010	178,776
기말현금	130,744	158,651	134,010	178,776	173,644

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	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	18.2	10.5
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(억원)	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
2025-12-12	매수	160000		
2025-11-03	매수	160000		
2025-05-02	매수	130000	-18.96	5.38
2025-03-26	매수	160000	-37.47	-23.81