COMPANY UPDATE

2025. 12. 12.

EV/모빌리티팀

조현렬 Senior Analyst
hyunryul.cho@samsung.com

김원영 Research Associate
wonyoung10.kim@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

SK이노베이션 (096770)

배터리 합작 관계 청산 - 중장기 방향성은 긍정적

- 11일 SK이노베이션은 Ford와 합작 법인(BlueOvalSK; Ford 및 SK온 각각 50% 보유) 청산 및 단독 법인 전환을 공시.
- 켄터키 1공장(37GWh) 및 켄터키 2공장(45GWh)은 Ford가 소유하고, 테네시 공장(45GWh)은 SK온이 소유하는 조건으로 합작 관계 청산.
- 미국의 전기차 정책 변화, Ford의 전기차 판매 부진 및 SK온의 재무 악화를 감안했을 때, 중장기 전략 관점에서 긍정적 이벤트. 다만 단기 손익 영향은 제한적.

WHAT'S THE STORY?

SK온, 배터리 합작 관계 청산 지속: 11/20일 중국 합작 공장 지분 교환에 따른 합작 청산에 이어 12/11일 미국 Ford JV 합작 청산도 발표. 이는 SK온 재무적 투자자 퇴출 이후 자산 경량화(Asset Light) 관점에서의 구조조정 과정으로 해석 가능.

- **중국 공장, 지분 교환으로 합작 관계 청산:** 11/20일 SK온은 중국 파트너 중 하나인 EVE Energy와 후이저우 공장(Capa 10GWh; SK온 49% 및 EVE Energy 51%) 및 옌청 1공장(Capa 30GWh; SK온 70% 및 EVE Energy 30%)에 대한 지분 교환 단행. SK온이 후이저우 공장 지분 49%를 양도하는 대신 옌청 1공장 지분 30%와 현금 2억 위안(412억원) 수취. 이에 따라 동사 연결 기준 실적에서 후이저우 공장은 소멸.
- **Ford JV, 공장 배분 통해 합작 관계 청산:** 12/11일 SK이노베이션은 SK온과 Ford의 합작 법인인 BlueOvalSK(SK온 50% 및 Ford 50%)의 합작 관계 청산을 공시. 기존 BlueOvalSK는 켄터키 1공장 37GWh(2025년 가동), 켄터키 2공장(2028년 가동) 45GWh 및 테네시 공장 45GWh(2026년 가동) 확보 계획. Ford가 켄터키 1/2공장 보유하고 SK온은 테네시 공장 보유하는 조건으로 합작 관계 청산을 결정했으며, 추가적인 현금 거래는 없음. 이에 따라 동사 연결 기준 실적에서 자산 10조원 및 부채 5.5조원 감소 예상.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	74,717	82,479	83,124	86,761
영업이익 (십억원)	315	405	2,100	4,303
순이익 (십억원)	-2,372	-1,254	715	2,433
EPS (adj) (원)	-21,236	-6,987	3,748	11,729
EPS (adj) growth (%)	적전	적지	흑전	213.0
EBITDA margin (%)	3.3	3.6	6.2	7.9
ROE (%)	-9.6	-4.5	2.5	7.5
P/E (adj) (배)	n/a	n/a	30.0	9.6
P/B (배)	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	25.6	21.9	12.7	9.3
Dividend yield (%)	1.8	0.9	0.9	2.7

자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	160,000원	42.5%
현재주가	112,300원	
시가총액	19.0조원	
주식수 (유동주식 비중)	169,052,788주 (45.4%)	
52주 최저/최고	81,100원/139,200원	
60일-평균거래대금	453.8억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
SK이노베이션 (%)	-8.2	19.2	-5.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	-8.3	-15.7	-43.7

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	160,000	160,000	0.0%
2025E EPS	-6,987	-6,987	0.0%
2026E EPS	3,748	3,748	0.0%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	19
목표주가	142,944
추천 점수	3.6

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

삼성증권

- **구조조정 효과, 지배 생산 능력 7% 감소:** 연결 기준 SK온의 글로벌 배터리 생산 능력은 중장기적으로 330GWh까지 확보될 것으로 계획되었으나, 11~12월 단행된 합작 관계 청산으로 238GWh까지 약 28% 감소. 다만 지분율을 감안한 지배주주 기준 생산 능력은 기존 232GWh에서 217GWh로 7% 감소에 불과. 이는 옌청 1공장 지분 확보 및 Ford JV 테네시 공장 지분 확보 과정에서 늘어난 생산 능력에 기인. 즉, 연결 기준으론 배터리 생산 능력 감축이 커보이나, 지배주주 기준 생산 능력 감축은 다소 제한적.

View, 중장기 전략 방향은 긍정적: Ford JV는 미국 전기차 정책 변화 및 전기차 라인업 판매 부진으로 상업 가동 이전부터 제3의 고객을 물색하는 등 저위 가동률에 대한 우려가 고조. SK온은 재무적 투자자(FI) 퇴출 이후 구조조정 및 재무 구조 개선 유인이 컸었기에 금번 합작 관계 청산을 단행한 것으로 추정. 켄터키 1공장이 3Q25부터 소규모로 가동되었으며, 테네시 공장도 2026년 말 가동을 목표하고 있기에 지배주주 기준 단기 손익 개선은 제한적일 전망. 그럼에도 SK온의 글로벌 평균 가동률이 낮은 상황에서 향후 수요 회복을 기대하는 것뿐만 아니라 생산 능력 감축이 단행되어야 가동률이 의미 있게 개선될 수 있음을 감안하면 중장기 전략 방향에선 합리적 의사 결정이자 긍정적 움직임으로 판단. 향후 사업 정상화를 위해선 중국 1공장의 합작 청산 및 중국 업체들의 신규 진입이 거세질 유럽 공장의 추가 매각도 필요할 것으로 판단.

SK이노베이션: 글로벌 배터리 생산 거점 확보 변화

(GWh)		구조조정 전			구조조정 후		
	가동 시점	생산 능력	지분율	지배 생산 능력*	생산 능력	지분율	지배 생산 능력*
한국		**21.0**		**21.0**	**21.0**		**21.0**
1/2공장	2018	7.0	100.0%	7.0	7.0	100.0%	7.0
3공장	2026E	14.0	100.0%	14.0	14.0	100.0%	14.0
중국		**77.5**		**60.5**	**67.5**		**63.7**
창저우 공장	2020	7.5	49.0%	3.7	7.5	49.0%	3.7
후이저우 공장	2021	10.0	49.0%	4.9			
옌청 1공장	2021	27.0	70.0%	18.9	27.0	100.0%	27.0
옌청 2공장	2025	33.0	100.0%	33.0	33.0	100.0%	33.0
유럽		**47.5**		**47.5**	**47.5**		**47.5**
헝가리 1공장	2020	7.5	100.0%	7.5	7.5	100.0%	7.5
헝가리 2공장	2022	10.0	100.0%	10.0	10.0	100.0%	10.0
헝가리 3공장	2024	30.0	100.0%	30.0	30.0	100.0%	30.0
미국		**184.0**		**103.0**	**102.0**		**84.5**
조지아 1공장	2022	10.0	100.0%	10.0	10.0	100.0%	10.0
조지아 2공장	2022	12.0	100.0%	12.0	12.0	100.0%	12.0
Ford JV(BlueOvalSK) - 켄터키 1공장	2025	37.0	50.0%	18.5			
Ford JV(BlueOvalSK) - 켄터키 2공장	2028E	45.0	50.0%	22.5			
Ford JV(BlueOvalSK) - 테네시 공장	2026E	45.0	50.0%	22.5	45.0	100.0%	45.0
현대차그룹 JV(HSAGP Energy)	2026E	35.0	50.0%	17.5	35.0	50.0%	17.5
글로벌 합계		**330.0**		**232.0**	**238.0**		**216.7**
증감률 (%)					-27.9		-6.6

참고: 생산 능력은 향후 최대 생산 기준
* 연결 기준 생산 능력에 SK온 지분율을 감안하여 계산한 실질 생산 능력
자료: SK이노베이션, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**77,288**	**74,717**	**82,479**	**83,124**	**86,761**
매출원가	72,274	70,678	78,465	77,269	79,472
매출총이익	**5,014**	**4,039**	**4,014**	**5,856**	**7,289**
(매출총이익률, %)	6.5	5.4	4.9	7.0	8.4
판매 및 일반관리비	3,727	4,016	4,372	4,437	4,615
영업이익	**1,904**	**315**	**405**	**2,100**	**4,303**
(영업이익률, %)	2.5	0.4	0.5	2.5	5.0
영업외손익	**-972**	**-2,695**	**-1,932**	**-1,239**	**-1,377**
금융수익	5,243	4,651	1,847	2,087	1,994
금융비용	6,178	6,398	3,132	2,870	2,915
지분법손익	133	-430	81	40	41
기타	-170	-518	-728	-497	-497
세전이익	**932**	**-2,380**	**-1,527**	**860**	**2,927**
법인세	377	-7	-273	145	493
(법인세율, %)	40.5	0.3	17.9	16.9	16.9
계속사업이익	555	-2,372	-1,254	715	2,433
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**555**	**-2,372**	**-1,254**	**715**	**2,433**
(순이익률, %)	0.7	-3.2	-1.5	0.9	2.8
지배주주순이익	256	-2,260	-1,111	638	1,997
비지배주주순이익	299	-113	-143	77	436
EBITDA	3,317	2,478	2,955	5,130	6,830
(EBITDA 이익률, %)	4.3	3.3	3.6	6.2	7.9
EPS (지배주주)	2,624	-21,236	-6,987	3,748	11,729
EPS (연결기준)	5,682	-22,294	-7,887	4,200	14,288
수정 EPS (원)*	2,624	-21,236	-6,987	3,748	11,729

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**33,280**	**36,318**	**36,041**	**36,534**	**39,763**
현금 및 현금등가물	13,074	15,865	17,110	17,456	19,850
매출채권	5,929	7,038	6,713	6,766	7,062
재고자산	11,123	10,336	9,342	9,415	9,827
기타	3,153	3,080	2,875	2,898	3,024
비유동자산	**47,556**	**74,212**	**77,863**	**78,735**	**79,533**
투자자산	6,730	10,467	11,429	11,509	11,960
유형자산	35,843	56,720	59,702	60,754	61,333
무형자산	2,302	2,938	2,644	2,384	2,153
기타	2,680	4,087	4,087	4,087	4,087
자산총계	**80,836**	**110,530**	**113,904**	**115,269**	**119,296**
유동부채	**29,399**	**37,726**	**40,067**	**40,554**	**41,843**
매입채무	8,534	9,912	10,942	11,027	11,510
단기차입금	8,185	12,051	12,051	12,051	12,051
기타 유동부채	12,680	15,762	17,074	17,475	18,281
비유동부채	**21,416**	**33,156**	**33,825**	**34,156**	**34,629**
사채 및 장기차입금	17,715	27,032	27,332	27,632	27,932
기타 비유동부채	3,702	6,123	6,493	6,524	6,697
부채총계	**50,816**	**70,881**	**73,892**	**74,710**	**76,471**
지배주주지분	**22,203**	**24,641**	**25,148**	**25,618**	**27,447**
자본금	510	786	876	876	876
자본잉여금	10,396	12,747	14,657	14,657	14,657
이익잉여금	11,253	8,231	6,823	7,293	9,123
기타	45	2,877	2,792	2,792	2,792
비지배주주지분	**7,817**	**15,007**	**14,864**	**14,941**	**15,377**
자본총계	**30,020**	**39,649**	**40,012**	**40,559**	**42,825**
순부채	17,528	31,534	30,860	31,129	29,354

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**5,368**	**2,233**	**5,948**	**4,406**	**6,887**
당기순이익	555	-2,372	-1,254	715	2,433
현금유출입이없는 비용 및 수익	2,703	4,543	2,882	3,695	4,553
유형자산 감가상각비	1,821	2,125	3,021	3,451	3,925
무형자산 상각비	209	330	293	260	231
기타	673	2,088	-432	-16	397
영업활동 자산부채 변동	3,766	1,674	3,962	55	308
투자활동에서의 현금흐름	**-11,244**	**-7,295**	**-6,103**	**-4,476**	**-4,578**
유형자산 증감	-11,217	-9,956	-6,003	-4,503	-4,504
장단기금융자산의 증감	1,241	-214	-93	-8	-44
기타	-1,268	2,874	-7	35	-30
재무활동에서의 현금흐름	**9,490**	**7,327**	**2,321**	**451**	**473**
차입금의 증가(감소)	3,700	16,805	619	619	641
자본금의 증가(감소)	2,239	2,628	2,000	0	0
배당금	-314	-314	-298	-168	-168
기타	3,865	-11,792	0	0	-0
현금증감	3,595	2,791	1,245	345	2,394
기초현금	9,479	13,074	15,865	17,110	17,456
기말현금	13,074	15,865	17,110	17,456	19,850
Gross cash flow	**3,258**	**2,170**	**1,628**	**4,411**	**6,986**
Free cash flow	**-5,870**	**-7,795**	**-55**	**-97**	**2,383**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-1.0	-3.3	10.4	0.8	4.4
영업이익	-51.4	-83.4	28.4	418.4	105.0
순이익	-70.7	적전	적지	흑전	240.2
수정 EPS**	-83.9	적전	적지	흑전	213.0
주당지표					
EPS (지배주주)	2,624	-21,236	-6,987	3,748	11,729
EPS (연결기준)	5,682	-22,294	-7,887	4,200	14,288
수정 EPS**	2,624	-21,236	-6,987	3,748	11,729
BPS	230,169	165,656	150,794	153,614	164,584
DPS (보통주)	0	2,000	1,000	1,000	3,000
Valuations (배)					
P/E***	53.5	n/a	n/a	30.0	9.6
P/B***	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	11.9	25.6	21.9	12.7	9.3
비율					
ROE (%)	1.2	-9.6	-4.5	2.5	7.5
ROA (%)	0.7	-2.5	-1.1	0.6	2.1
ROIC (%)	3.0	0.6	0.5	2.8	5.7
배당성향 (%)	0.0	-13.1	-14.9	26.0	24.9
배당수익률 (보통주, %)	0.0	1.8	0.9	0.9	2.7
순부채비율 (%)	58.4	79.5	77.1	76.8	68.5
이자보상배율 (배)	1.7	0.2	n/a	n/a	n/a

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주 기준
자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 12월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 12월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2023/9/22	2024/1/5	2/6	6/3	2025/1/3	2/7	4/3	5/2	5/19	7/18	10/31
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	225000	210000	160000	150000	127000	150000	135000	120000	110000	130000	160000
괴리율 (평균)	-38.46	-42.80	-28.30	-25.91	-1.18	-15.83	-28.78	-24.41	-8.33	-15.70	
괴리율 (최대or최소)	-30.89	-37.14	-19.44	-18.00	1.89	-7.20	-22.00	-22.08	15.00	5.38	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025. 9. 30 기준
매수(83.5%)·중립(16.5%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA