

SK이노베이션 (096770)

2025년 2가지 허들을 넘어야

2024년 4분기 예상 영업이익 1,029억원 흑전

2024년 4분기 예상 실적은 '매출액 18.7조원, 영업이익 1,029억원(영업이익률 0.5%), 지배주주 순손실 △2,864억원' 등이다. 영업손익은 전분기 △4,233억원에서 흑자전환 하지만, 원달러 급등으로 △3,000억원대 환손실이 우려된다. 정제마진 개선(전분기 3.7\$ → 5.1\$)로 정유 부문 회복이 크지만, 배터리 부문은 평가 △10% 하락으로 다시 적자전환이 불가피하다. 부문별 추정치는 '정유 2,037억원(재고이익 500억원, 전분기 △6,166억원), 배터리 △2,715억원(전분기 240억원), 석화/윤활유/자원개발 1,834억원(전분기 2,911억원)' 등이다.

2025년 E&S 합병 효과로 실적 회복

2025년 예상 실적은 '매출액 74.4조원, 영업이익 1.7조원(전년 2,584억원), 지배주주 순이익 7,343억원' 등으로 회복될 전망이다. 1) 정유부문의 경우, 글로벌 정유설비 증설 규모가 2024년 100만b/d에서 2025년 16만b/d로 줄어들면서, 공급압박 완화가 예상된다. 2) LNG발전소(발전 캐파 5GW)를 운영하는 SK E&S(주) 합병으로, 연간 9,402억원의 영업이익 기여효과가 발생된다. 반면, 3) 배터리부문은 글로벌 공급과잉 영향으로, △7,946억원(전년 △1.0조원)으로 적자 상태가 이어질 전망이다. 글로벌 수요는 16 ~ 24% 성장이 예상되는 반면, SK온(주) 캐파는 124%(2024년 121GW → 2025년 말 271W) 급증한다.

실적 개선에도 목표주가 17만원으로 하향

2025년 실적 회복에도 불구하고, 적정주가를 17만원(기존 20만원)으로 하향한다. 2024년 말 SK E&S(주) 합병으로, 주가가치는 32%(19조원 → 25조원)으로 증가했지만, 순발행주식수도 55%(9,522만주 → 14,763만주, 자사주 제로)로 늘어나면서 주당가치 희석이 발생되었기 때문이다. 게다가, 주가에 2가지 허들이 남아있다. 1) 미국 행정부에서 배터리 보조금을 얼마나 축소할 것인지, 2) SK엔무브(주) 상장으로 SK이노베이션(주)의 자회사 지분가치가 줄어들지 여부이다.



황규원 화학/정유
kyuwon.hwang@yuantakorea.com
박현주 Research Assistant
hyunjoo.park@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 170,000원 (D)
직전 목표주가 200,000원
현재주가 (1/7) 122,600원
상승여력 39%

시가총액	185,169억원
총발행주식수	152,283,202주
60일 평균 거래대금	323억원
60일 평균 거래량	282,099주
52주 고/저	133,500원 / 92,800원
외인지분율	14.07%
배당수익률	0.00%
주요주주	SK 외 9인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.4	3.6	(8.2)
상대	4.6	8.6	(5.0)
절대 (달러환산)	4.8	(4.0)	(16.9)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	187,167	-4.2	6.0	179,109	4.5
영업이익	1,029	41.7	흑전	291	254.0
세전계속사업이익	-3,657	적지	적지	-3,099	-18.0
지배순이익	-2,864	적지	적지	-1,722	-66.3
영업이익률 (%)	0.5	+0.1 %pt	흑전	0.2	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	-1.5	적지	적지	-1.0	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

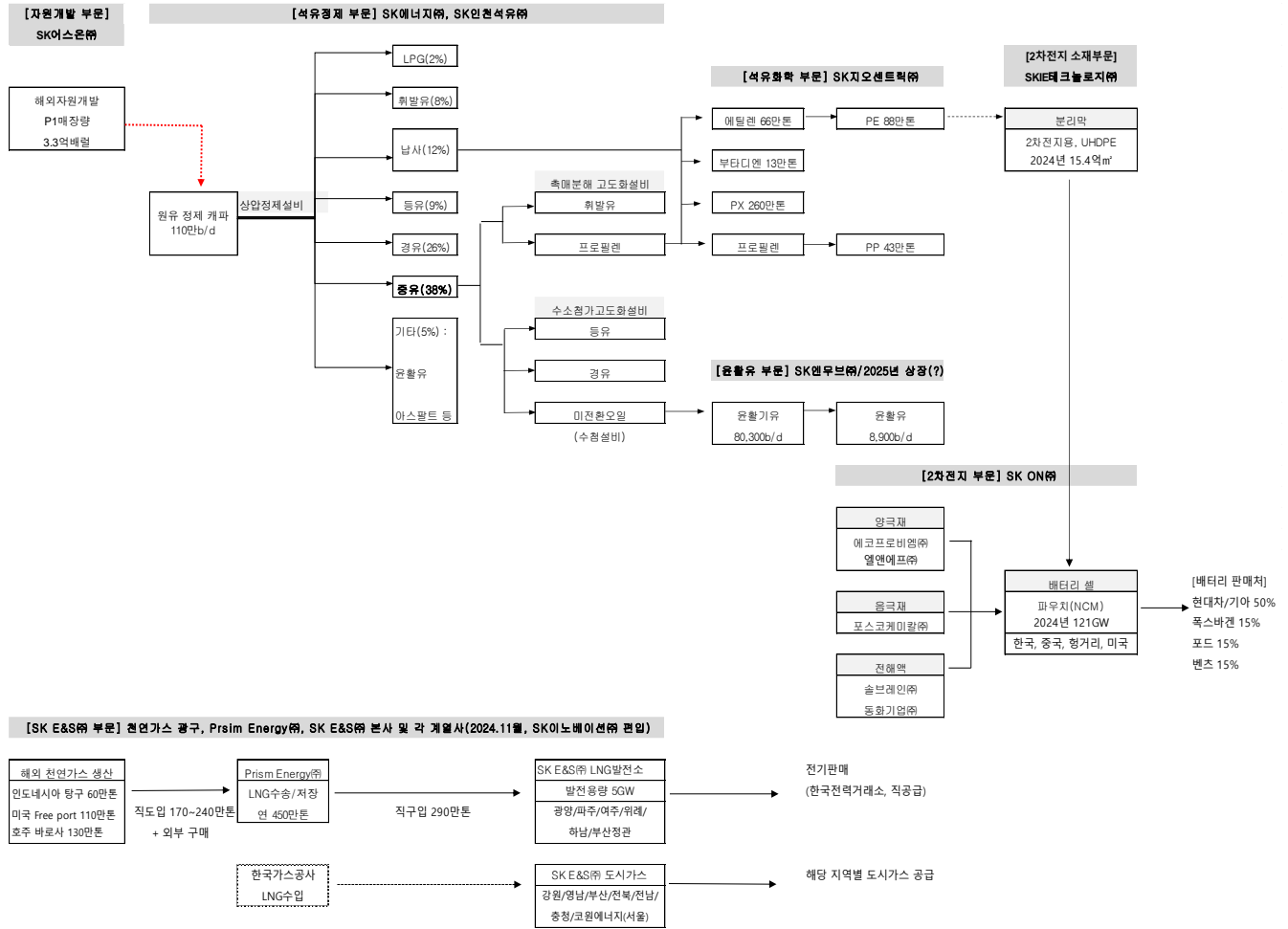
(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	780,569	772,885	740,280	744,369
영업이익	39,173	19,039	2,584	16,987
지배순이익	15,690	2,563	-15,484	7,343
PER	11.6	61.5	-8.2	25.2
PBR	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.7	12.4	22.0	12.1
ROE	8.5	1.2	-6.0	2.5

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

그림1. SK 이노베이션주의 생산 프로세스 및 사업구조 : 자원개발-정유-석화/윤활유 + 배터리(2018년) + LNG 발전/도시가스(2024년 11월 흡수합병)



자료: 유안타증권 리서치센터

표1. SK 이노베이션주의 실적 추정치 : 2023년 영업이익 1.9조원 → [2024년 3분기 △4.233억원 → 4분기 1,029억원(e)] → 2024년 예상 0.3조원(e) → 2025년 1.7조원(e)

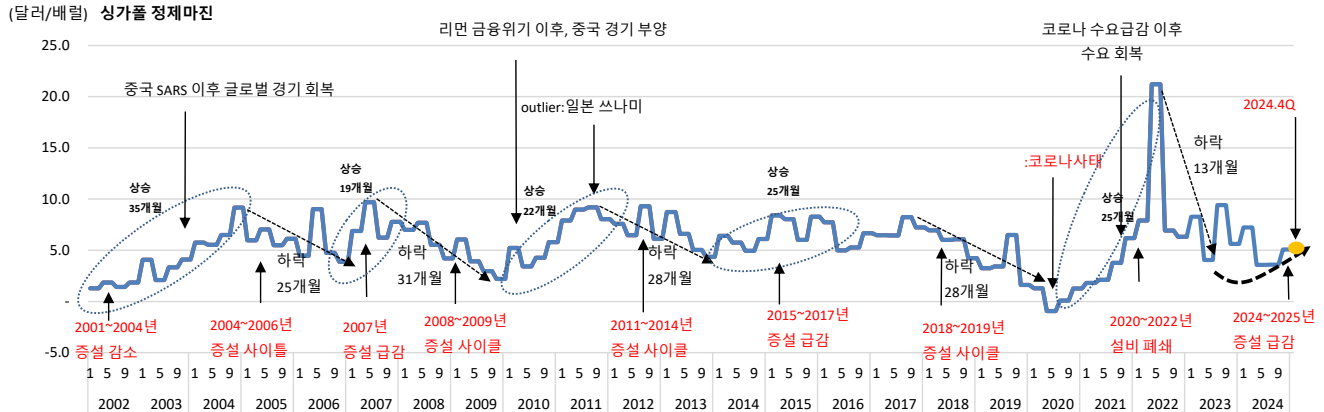
		[국제유가]								이란발 유가하락		회복 유가 상승		Covid 유가 하락시기		전정으로 유가 강세 시기		공급중가에 따른 유가 안정 시기																						
		[정유업형]								중세 감소에 따른 정유회복								정유 하락 시기		정유설비 폐쇄 사이클		정유업형 호조 시기																		
										[석화업형]								중세 제한, 수요회복으로 석화 호황								Covid위축		재난지원금 수혜시기		중세 및 유가 상승으로 압축 바닥		회복시기								
		[배터리업형]																중대형 배터리 출반								배터리 거래처 확보		배터리 MS확대		수요성장 둔화로 경쟁 심화 시기										
[SK이노베이션 실적 변화]										설비 투자 정제기				배터리 실적 공격 확장 시기				SK E&S 합병																						
		2024				2025				연간실적																														
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2016	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E																			
생산 Capa																																								
석유정제	(만배럴/일)	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5													
석유화학 PX	(만톤)	83	83	83	83	83	83	83	83	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330													
석유화학 PE	(만톤)	26	26	26	26	26	26	26	26	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102													
자활개발 원유등가물 생산량	(만배럴/일)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.2	6.0	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.6	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0													
운할기유	(만배럴/일)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	6.7	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1													
중대형전지	(GW)	22.7	30.2	30.2	30.2	38.4	47.7	47.7	58.9	0.8	0.9	1.0	2.9	4.7	17.8	56.7	61.7	90.7	113	193	271																			
		향미리 외선선 300MW																				이노베이션 270MW				이노베이션 450W				2025년 말 미국 조지아 35GW										
분리막	(억㎡)	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	4.7	2.1	2.1	2.1	3.2	4.8	6.1	12.0	15.4	15.4	15.4	16.3	27.4					올해안도 3.4억														
LNG발전소	(GW/h)				5.0	5.0	5.0	5.0	5.0																					올해안도 5.0억										
주요제품 가격																																								
휘발유(자동차 연료)	\$/배럴	94.6	94.0	85.4	80.1	76.5	76.0	72.0	69.5	69.5	56.3	67.8	81.4	69.5	44.9	78.5	111.2	94.0	88.5	73.5	70.0																			
경유(자동차 및 산업 연료)	\$/배럴	102.9	99.1	91.8	88.2	85.5	83.0	80.0	78.5	64.8	52.4	66.0	85.5	77.5	48.4	76.3	131.0	104.0	95.5	81.8	83.5																			
등유(항공유 등)	\$/배럴	102.4	98.6	91.4	88.3	86.0	82.5	79.5	79.0	64.8	52.7	64.7	85.3	77.2	44.7	75.1	126.8	104.6	95.2	81.8	82.5																			
B/C유(선박 및 화력발전 연료)	\$/배럴	71.6	80.2	73.3	71.3	67.0	63.0	60.0	60.0	45.3	35.5	49.4	66.0	57.7	39.2	64.5	82.5	71.9	74.1	62.5	45.0																			
나프타(석화 원료)	\$/배럴	73.4	72.9	72.0	70.6	67.0	62.0	59.0	59.0	52.4	42.6	53.7	67.3	57.0	40.3	70.8	83.1	69.1	72.2	61.8	42.0																			
두바이유(원재료)	\$/배럴	81.5	85.1	78.3	73.6	70.0	66.0	65.0	63.0	51.9	40.3	52.8	69.9	63.1	42.2	68.9	97.1	81.9	79.6	68.5	60.0																			
에틸렌(기초유분)	\$/배럴	896	845	838	840	845	828	803	767	1,058	1,040	1,151	1,215	852	732	1,013	1,009	838	880	811	745																			
PX(폴리에스터 원료)	\$/배럴	1,020	1,030	938	840	845	828	803	767	823	778	832	1,049	882	560	844	1,008	1,033	957	811	735																			
부타디엔(합성고무 원료)	\$/배럴	1,288	1,536	1,581	1,309	1,195	1,408	1,383	1,117	861	1,062	1,466	1,414	1,053	711	1,014	1,109	1,009	1,429	1,276	1,190																			
SM(IT 외장재 원료)	\$/배럴	1,108	1,178	1,152	1,071	1,045	1,058	1,083	1,057	1,098	1,024	1,221	1,301	979	733	1,160	1,209	1,064	1,127	1,063	955																			
합성수지(포장재 등)	\$/배럴	991	1,020	1,027	1,021	1,025	1,018	1,013	977	1,174	1,218	1,262	1,217	992	926	1,225	1,167	976	1,015	1,008	908																			
변전(IT외장재 원료)	\$/배럴	1,013	1,074	1,015	917	885	858	833	817	679	646	817	822	641	487	917	1,038	916	1,005	843	765																			
자일렌(폴리에스터 원료)	\$/배럴	937	956	832	735	715	728	703	717	638	566	586	728	653	442	687	939	945	865	716	665																			
프로필렌(자동차 범퍼 등 원료)	\$/배럴	828	842	844	815	775	778	783	767	788	713	880	1,038	882	801	1,013	1,002	846	832	776	715																			
나프타(원재료)	\$/배럴	701	697	676	669	595	558	533	517	497	406	485	614	527	383	651	789	654	683	551	465																			
운할기유	\$/배럴	139	135	130	120	120	116	115	114	84	82	97	111	97	79	134	166	153	131	116	111																			
배터리(수출가격)	\$/톤	42,625	36,450	40,095	36,066	35,769	35,767	35,764	35,771					33,669				35,094	36,631	34,625	32,150	40,198	41,973	38,814	35,768	32,000														
양극재(원재료)	\$/톤	29,977	26,802	26,762	24,740	24,443	24,259	24,083	24,639					33,270				57,079	29,230	22,570	24,250	42,823	44,560	27,070	24,356	25,000														
인조흑연(원재료)	\$/톤	5,840	5,382	5,654	5,391	5,512	5,512	5,512	5,512					8,388				5,776	5,329	5,254	4,932	5,409	5,746	5,567	5,512	5,510														
분리막(원재료)	\$/톤	52,827	52,942	56,252	60,283	59,835	59,835	59,835	59,835					78,371				75,958	68,303	62,960	56,791	61,044	58,649	55,576	59,835	56,800														
SMR(전력판매가격)		원/킬로																																						
환율	원/달러	1,329	1,370	1,329	1,399	1,368	1,366	1,365	1,355	1,134	1,161	1,131	1,100	1,165	1,180	1,144	1,292	1,307	1,357	1,371	1,250																			
사업부문별 가격 및 스프레드																																								
심가물정제마진(Dalstream)	\$/배럴	7.3	3.6	3.7	5.1	5.2	5.5	5.4	5.8	7.6	6.1	7.1	5.9	3.7	0.4	0.5	10.8	6.7	4.9	5.5	5.2																			
OSP(초경질 15%, 경질 25%, 중질 60%)	\$/배럴	2.5	1.4	2.0	1.4	0.8	0.7	0.7	0.7	-1.2	-2.0	-0.8	0.0	1.0	-0.5	1.5	4.6	3.4	1.8	0.7	0.3																			
OSP 50% 반영후 심가물정제마진	\$/배럴	6.1	2.9	2.7	4.4	4.8	5.2	5.1	5.5	8.2	7.1	7.5	5.9	3.2	0.7	2.7	8.5	5.0	4.0	5.1	5.1																			
석화마진(주력제품 가동률금 스렛마진)	\$/톤	303	339	295	228	275	310	319	308	335	389	398	398	377	223	270	294	329	291	303	314																			
운할기유 마진(운할유+50%/B/C-0.5+등유)	\$/배럴	52	45	47	41	44	43	45	45	29	38	40	35	40	36	63	59	65	46	44	47																			
배터리 스프레드	\$/톤	22,694	18,493	22,082	18,459	18,676	18,768	18,846	18,712	0	11,375	2,548	15,732	18,045	15,763	15,525	15,571	20,432	18,750	15,156																				
매출액		억원																				483,583								395,205	461,827	542,165	498,785	345,499	468,534	780,569	772,885	740,280	744,389	695,475
정유사업	억원	128,548	131,640	121,343	117,012	117,145	106,845	105,083	100,306	352,997	283,698	333,368	391,935	358,168	236,380	295,971	525,817	475,486	498,543	429,379	362,679																			
석화사업	억원	27,590	25,940	26,253	24,544	24,765	22,450	23,825	22,679	92,880	76,865	93,332	106,844	95,424	70,541	95,433	110,269	107,442	104,237	93,719	81,077																			
운할유사업	억원	11,373	10,625	10,649	9,252	9,946	8,432	8,735	7,941	26,188	25,358	30,472	32,661	31,583	23,731	33,512	49,815	46,928	41,899	34,343	33,891																			
E&P	억원	3,701	3,719	3,555	3,306	3,201	2,984	2,834	2,676	6,286	5,305	6,368	7,550	6,687	4,448	8,817	15,255	11,282	14,311	11,685	10,007																			
배터리사업	억원	16,836	15,354	14,308	14,195	15,770	16,659	18,599	18,693	1,457	3,482	6,903	16,102	30,398	76,177	128,972	60,693	69,607	69,607	108,035																				
SK E&S(발전소/도시가스)	억원	18,299				33,092				20,898				22,354				26,259				18,299				102,573				93,711										
기타	억원	503	713	452	619	568	599	630	645					4,315				4,403				3,236				2,785				2,932										
영업이익		억원																				19,796								32,283	32,218	21,032	12,693	-24,203	17,417	39,173	19,039	2,584	16,987	20,741
원유류조별가분 영업이익(E)	억원	5,237	-1,888	224	1,829	4,842	2,735	6,868	4,942	28,096	28,481	30,144	20,478	11,401	-16,434	8,729	24,304	17,558	5,101	19,517	21,841																			
정유사업	억원	5,911	1,442	-6,166	2,037	1,058	107	2,127	2,251	12,845	19,393	15,021	7,132	4,503	-22,228	11,616	33,911	8,107	3,224	15,833	3,743																			
석화사업	억원	1,245	994	-144	-1,175	-675	404	815	1,432	4,310	9,187	13,772	11,175	7,056	-1,212	1,616	1,271	5,165	920	1,976	4,063																			
운할유사업	억원	2,204	1,524	1,744	1,551	1,735	1,330	1,872	1,387	2,947	4,665	5,049	4,607	3,058	2,622	9,609	10,532	9,978	7,023	6,324	5,941																			
E&P사업	억원	1,544	1,421	1,311	1,468	1,456	1,470	1,464	1,601	2,601	1,052	1,858	2,384	1,961	1,437	3,286	6,415	3,682	5,734	5,880	4,723																			
배터리사업(미국 IRA 보조금 반영후)	억원	-3,315	-4,601	240	-2,715	-1,903	-1,853	-2,150	-2,040	-2,321	-3,175	-3,091	-4,265	-6,827	-9,912	-9,912	-5,809	-10,391	-7,946	-4,575																				
SK E&S(발전소/도시가스)	억원	959				3,629				1,630				3,028				1,115				959				9,402				9,736										
기타	억원	-1,342	-1,238	-1,218	-1,085	-1,058	-1,053	-994	-1,057					-557				-1,883				-3,044				-2,084				-4,884										
* 미국 IRA 생산보조금 최대치 추정		억원	385	1,119	608	796	865	977	1,250	1,627													6,179				2,910				4,719									
영업이익률		%																				4.1%								8.2%	7.0%	3.9%	2.5%	-7.0%	3.7%	5.0%	2.5%	0.3%	2.3%	3.0%

표2. SK 이노베이션(주) 실적 추정 변경 내역

	기존 추정(억원)			신규 추정(억원)			변화율(%)		
	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	185,807	738,920	753,136	187,167	740,280	744,369	0.7%	0.2%	△1.2%
영업이익	787	2,342	18,348	1,029	2,584	16,987	30.7%	10.3%	△7.4%
OPM	0.4%	0.3%	2.4%	0.5%	0.3%	2.3%	0.1%	0.0%	△0.2%
세전이익	△2,966	△15,356	10,053	△3,567	△16,048	7,213	△20.3%	△4.5%	△28.3%
지배순이익	△2,310	△14,931	7,952	△2,864	△15,484	7,343	△24.0%	△3.7%	△7.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 정유 업황 사이클 : 2024년 하반기 ~ 2026년 사이클 회복기(증설 압박 둔화 & 수요 분 둔화)



자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 2021~2025년 분기별 주요 글로벌 정유설비 증설 계획 : 2024년 상반기에 양산이 연기되었던 Dangote, KPC, Olefina 대형 정유설비 양산 개시

분 기	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
1분기	KPC Mina al-Ahmedi(쿠웨이트) -12.0만b/d	ZPC(중국) 20만b/d	Thai Oil(태국) 12.5만b/d Exxon Mobil(미국) 25만b/d CNPC/PDVSDA(중국) 40만b/d	Idemitsu(일본) -12.0만b/d Phillips66(미국) -12.5만b/d Phillips66(미국, "파이오정유") 5만b/d Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65만b/d KPC Al-zour(쿠웨이트) 61.5만b/d	Yulong(중국) 43만b/d BAPCO(바레인) 11.3만b/d
2분기	Aramco(사우디) 40만b/d Omsk(러시아) 13.3만b/d BP Kwinana(호주) -14.6만b/d	Donges(프랑스) 22.2만b/d	Abadan(이란) 23만b/d	Olefina(멕시코) 34만b/d	Sinopec Zhenhai(중국) 25.8만b/d Indian Oil(인도) 20.8만b/d
3분기	ZPC(중국) 20만b/d Ampol(호주) -10.9만b/d Shell Pulau Bukom(싱가폴) -20만b/d	Petronas(말레이시아) 22만b/d(재가동) HPCL(인도) 12.5만b/d 중국 local -10만b/d Abadan(이란) -23.5만b/d	Hebei(중국) 16만b/d	Karbala(이라크) 14만b/d	
4분기	중국 Local -19.6만b/d	Shenghong(중국) 32만b/d ENEOS(일본) -11.2만b/d	Sinopec Hainan(중국) 10만b/d ENEOS(일본) -11.9만b/d Al-Duqm(오만) 23만b/d		
글로벌 순증 합계	△43만b/d 순폐쇄	54만b/d 순증설	163만b/d 순증설	157만b/d 순증설	98만b/d 순증설

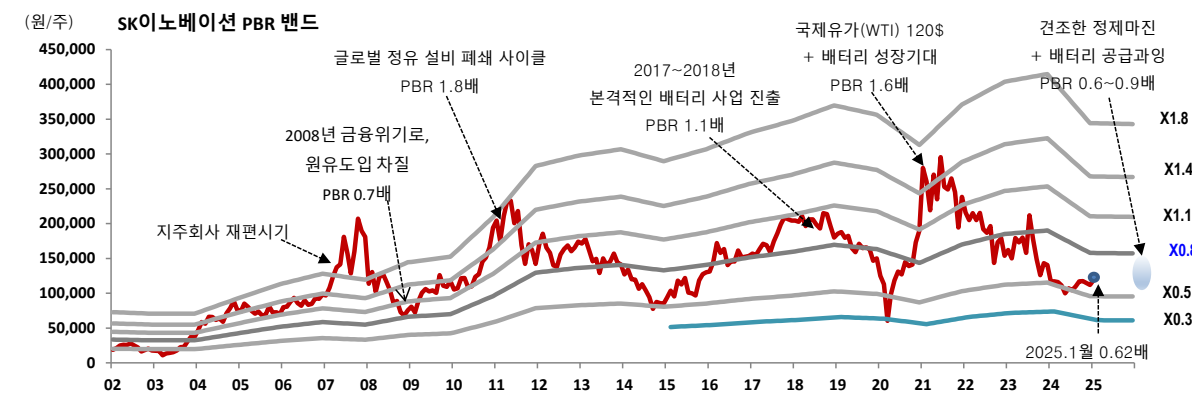
자료: 언론발표, Thai oil, 유안타증권 리서치센터

표4. SK E&S(주) 통합후 2025년 SK이노베이션(주) 적정 주가 : 17만원 (기존 20만원 - SK E&S 합병에 따른 발행주식수 증가 △3만원 차감 반영)

	기준일 (2025.1월)	주요 내역								
(+) 영업자산가치 (억원)	522,758 (배터리 흑자가치 적용)	사업 부문	지분율	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	(참고)	환인율	적정사업가치(억원)
		▶정유부문	100%	11,569	3,051	14,650	7.5	← 호황사이클로 전환(기준 평균)	20%	87,900
		▶석화부문	100%	7,918	1,548	9,466	6.5	← 평균사이클로 전환(기준 약세)	20%	49,224
		▶유평유부문	70%	5,841	818	6,659	11.5	← 호황사이클 반영, 성장 가능성→	0%	53,604
		▶자원개발부	100%	5,797		5,797	6.7	매장량 3.8억배럴 x 배럴당 8.5\$	20%	30,901
		▶배터리+분리막	80%/61%	2,065	12,030	14,095	25.0	낙관적(지주사할인 해소)→ (참고로, 2023년 Pre-ipo에서 적용된 배터리 가치 22조원)	20%	217,171
		▶도시가스/발전/LNG	92%	9,050	4384	13,434	8.5	← 호황사이클 반영	20%	83,957
		사업가치 합산		배터리 흑자전환 적용시 →						522,758
(+) 투자자산가치 (억원)	23,097	투자자산 구성	지분율	순자산(2023년 12월)	PBR(배)	적정가치(억원)			비 고	
		Sinopec SK 우한	35%	9,093	0.5	4,547			중국 NCC업체	
		대한송유관공사	41%	3,186	0.5	1,593			국내 원유수송	
		전략비축유		677만 배럴	배럴당 75\$	5,991				
		기타		21,933	0.5	10,967				
		합 계				23,097				
		(-) 순차입금 (억원)	295,916							
현금성자산	165,623			*SK이노베이션(주) 현금 13.3조원 + SK E&S(주) 현금 3.2조원						
(-) 총차입금	415,208			*SK이노베이션(주) 차입금 34.9조원 + SK E&S(주) 현금 6.6조원						
(-) 탄소배출부담	44,458			연간배출량(톤)	탄소가격(\$/톤)	현물	연간 사회적부담액	WACC	현재가치 환산액	
				13,337,366	20	1250	3,334	7.50%	44,458	
		*SK이노베이션(주) 배출량 1,117만톤 + SK E&S(주) 배출량 216만톤								
보통주 주주가치(A, 억원)		249,940								
발행주식수(B, 주)		147,625,857		*SK E&S 합병전 발행주식수 : 95,219,394주 = 합병전 SK이노베이션(주) 95,735,590주 - 자사주 516,196주 *SK E&S 합병후 발행주식수 : 147,625,857주 = 합병전 SK이노베이션(주) 95,735,590주 + SK E&S(주) 합병으로 증가하는 주식수 55,299,186주 - 자사주 3,408,920주						
보통주 1주당 가치(원/주)		170,000		* 목표주가 하향 배경(20만원 → 17만원) : ① SK E&S(주) 합병으로, 순자산가치 32% 증가(19조원 → 25조원) ② SK E&S(주) 합병으로, 순발행주식수 55% 증가(9,522만주 → 1억 4,763만주)						
(적전 목표주가)		200,000								

자료: 유안타증권 리서치센터

그림3. SK이노베이션(주)의 PBR 밴드 (0.5~1.4배 등락) : 2025년 정유 호조 + 배터리 공급과잉 0.6 ~ 0.9배 → if 배터리 흑자에 성공할 경우 1.1배



자료: 유안타증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	780,569	772,885	740,280	744,369	695,475
매출원가	710,297	722,745	702,386	690,123	639,812
매출총이익	70,272	50,140	37,894	54,247	55,663
판매비	31,099	37,272	37,420	37,260	34,922
영업이익	39,173	19,039	2,584	16,987	20,741
EBITDA	57,105	33,168	26,402	50,895	53,556
영업외손익	-10,572	-9,717	-18,632	-7,492	-10,886
외환관련손익	-2,559	-1,020	-3,829	3,789	1,745
이자손익	-4,404	-7,488	-10,936	-14,309	-14,979
관계기업관련손익	23	1,330	-1,052	268	693
기타	-3,632	-2,539	-2,815	2,759	1,655
법인세비용차감전순손익	28,602	9,322	-16,048	9,495	9,855
법인세비용	9,650	3,773	-61	2,282	2,346
계속사업순손익	18,952	5,549	-15,986	7,213	7,509
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	18,952	5,549	-15,986	7,213	7,509
지배지분순이익	15,690	2,563	-15,484	7,343	7,249
포괄순이익	20,659	6,543	1,253	7,213	7,509
지배지분포괄이익	18,034	3,662	1,360	7,343	7,249

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	4,066	53,679	20,206	17,540	22,052
당기순이익	18,952	5,549	-15,986	7,213	7,509
감가상각비	16,163	18,213	22,726	31,176	30,464
외환손익	-3,765	-1,950	1,484	-3,789	-1,745
중속, 관계기업관련손익	-23	-1,387	1,052	-268	-693
자산부채의 증감	-42,704	37,662	11,462	-5,317	-956
기타현금흐름	15,442	-4,409	-532	-11,475	-12,527
투자활동 현금흐름	-51,233	-112,442	-210,157	-61,114	-43,181
투자자산	-7,098	-11,372	-20,661	97	74
유형자산 증가 (CAPEX)	-67,766	-112,381	-192,335	-65,000	-45,000
유형자산 감소	670	212	530	0	0
기타현금흐름	22,961	11,099	2,308	3,789	1,745
재무활동 현금흐름	105,072	94,904	205,011	18,046	-4,959
단기차입금	67,096	6,064	39,465	1,057	186
사채 및 장기차입금	31,512	30,931	71,916	20,000	-2,134
자본	5,004	22,387	70,829	0	0
현금배당	-2,172	-3,139	-2,952	-3,010	-3,010
기타현금흐름	3,631	38,661	25,752	0	0
연결범위변동 등 기타	2,649	-188	-19,466	15,331	11,059
현금의 증감	60,553	35,953	-4,407	-10,197	-15,029
기초 현금	34,238	94,791	130,744	126,338	116,141
기말 현금	94,791	130,744	126,338	116,141	101,112
NOPLAT	39,173	19,039	2,584	16,987	20,741
FCF	-63,700	-58,702	-172,129	-47,460	-22,948

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	319,667	332,796	363,132	338,117	326,588
현금및현금성자산	94,791	130,744	126,338	116,141	101,112
매출채권 및 기타채권	80,952	78,186	95,162	89,773	95,245
재고자산	118,577	111,227	123,985	114,557	112,584
비유동자산	352,522	475,559	672,557	703,553	715,664
유형자산	251,106	358,434	521,882	555,706	570,242
관계기업 등 지분관련 자산	47,717	60,493	83,686	83,686	83,686
기타투자자산	7,463	6,807	6,512	6,415	6,341
자산총계	672,189	808,355	1,035,689	1,041,670	1,042,251
유동부채	275,572	293,992	344,603	339,699	374,324
매입채무 및 기타채무	144,107	173,199	184,341	166,064	164,866
단기차입금	75,586	81,849	121,321	122,384	122,576
유동성장기부채	48,393	34,355	34,544	47,041	82,817
비유동부채	164,194	214,164	285,057	291,740	253,197
장기차입금	49,840	77,110	116,393	138,246	135,247
사채	84,197	100,037	132,935	118,585	83,673
부채총계	439,766	508,155	635,998	637,777	633,859
지배지분	196,516	222,027	290,385	294,718	298,956
자본금	4,686	5,095	7,860	7,860	7,860
자본잉여금	81,980	103,958	172,022	172,022	172,022
이익잉여금	115,797	112,528	89,106	93,439	97,678
비지배지분	35,907	78,173	109,306	109,176	109,436
자본총계	232,423	300,200	399,691	403,893	408,392
순차입금	161,894	175,233	289,278	320,531	333,611
총차입금	273,492	310,487	421,868	442,925	440,976

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	16,553	2,658	-14,729	4,862	4,799
BPS	224,391	230,495	191,336	194,191	196,984
EBITDAPS	59,465	33,961	24,820	33,421	35,168
SPS	812,834	791,369	695,912	488,806	456,698
DPS	0	0	2,000	2,000	2,000
PER	11.6	61.5	-8.2	25.2	25.5
PBR	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.7	12.4	22.0	12.1	11.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	66.6	-1.0	-4.2	0.6	-6.6
영업이익 증가율 (%)	124.9	-51.4	-86.4	557.3	22.1
지배순이익 증가율 (%)	437.2	-83.7	격전	흑전	-1.3
매출총이익률 (%)	9.0	6.5	5.1	7.3	8.0
영업이익률 (%)	5.0	2.5	0.3	2.3	3.0
지배순이익률 (%)	2.0	0.3	-2.1	1.0	1.0
EBITDA 마진 (%)	7.3	4.3	3.6	6.8	7.7
ROIC	9.2	3.1	-0.1	2.0	2.4
ROA	2.7	0.3	-1.7	0.7	0.7
ROE	8.5	1.2	-6.0	2.5	2.4
부채비율 (%)	189.2	169.3	159.1	157.9	155.2
순차입금/자기자본 (%)	82.4	78.9	99.6	108.8	111.6
영업이익/금융비용 (배)	6.1	1.7	0.2	0.9	1.1

Key Chart

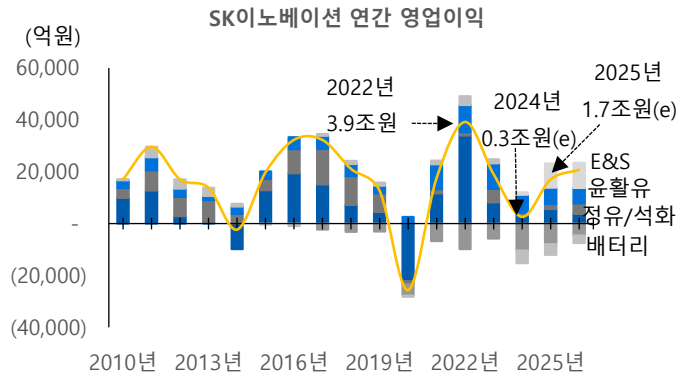
연간 영업이익의 회복 :

2022년 3.9조원,

2024년 0.3조원(상반기 5,789억원, 3분기

△4,233억원, 4분기 1,029억원(e)),

2025년 1.7조원 (↑)



자료: 유안타증권 리서치센터

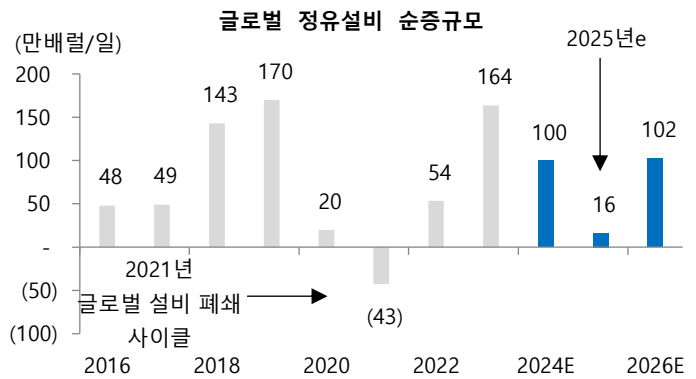
글로벌 정유설비 순증설 : 급감

2023년 164만b/d

2024년 100만b/d

2025년 16만b/d (↓)

2026년 102만b/d



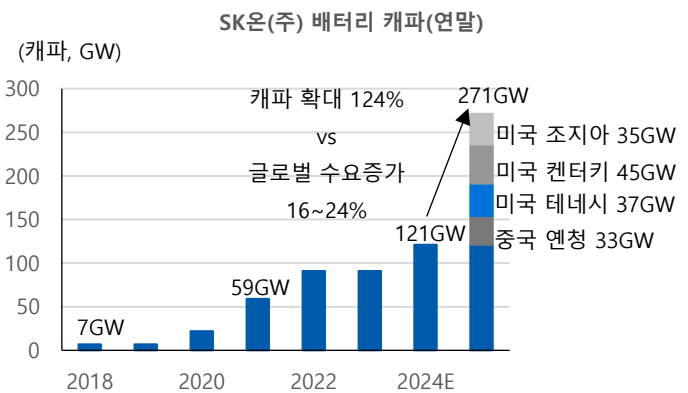
자료: 유안타증권 리서치센터

배터리 캐파 : 2025년 증설 大

2023년 91GW

2024년 121GW

2025년 말 271GW



자료: 유안타증권 리서치센터

유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	8위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+9점
E (Environment)	+2점
S (Social)	+3점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+3점

ESG 평가 기업	SK 이노베이션
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	096770 KS
Industry	정유/화학
Analyst	황규원
Analyst Contact	kyuwon.hwang@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
SK 이노베이션	2	3	1	6
LG 화학	2	1	-1	2
SK 아이이테크놀로지	4	3	-1	6
롯데케미칼	2	1	-1	2
SKC	-4	3	3	2
S-Oil	-3	1	1	-1
한화솔루션	2	-1	-1	0
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 SK 이노베이션 포함 73 개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

+4	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	S&P: DJSI Asia Pacific 5년 연속 편입, 한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A+
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 AA
+1	한국경영인증권(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
-1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	SK 배터리 물적분할 논란 이후, 주주가치 제고 노력에 부진함
	LG와의 소송패소, SK 온 물적분할 등을 결정한 CEO 능력에 대한 의문이 남아 있음
	친환경 플라스틱 등 새로운 기술개발 진행은 긍정적임

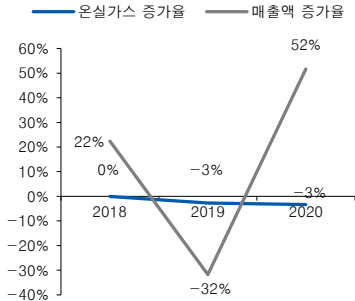
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment



온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

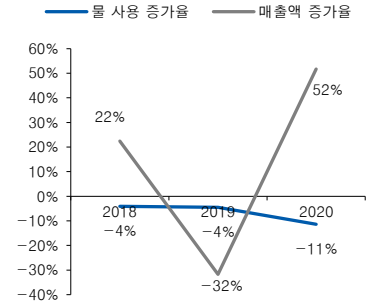


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

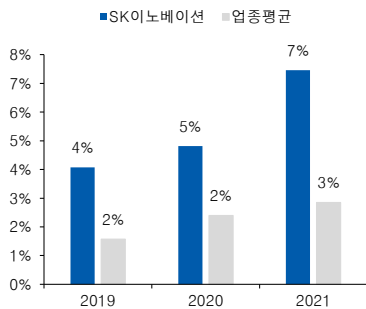


주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

Social

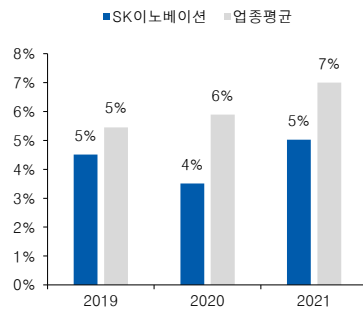


여성임원비율 vs. 업종 평균



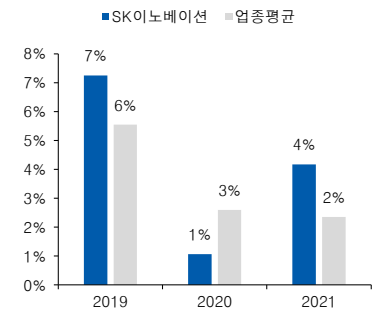
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

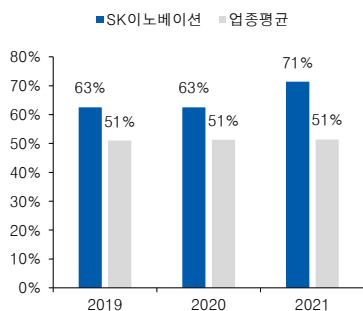


주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 상위 = +1점

Governance

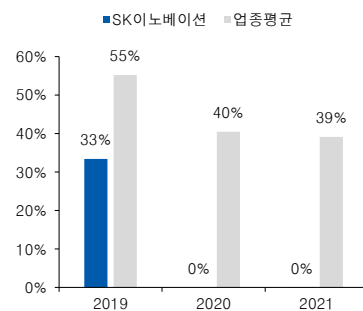


사외이사 비율 vs. 업종 평균



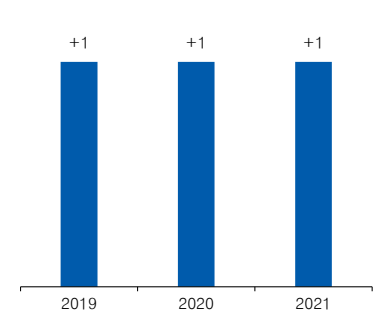
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

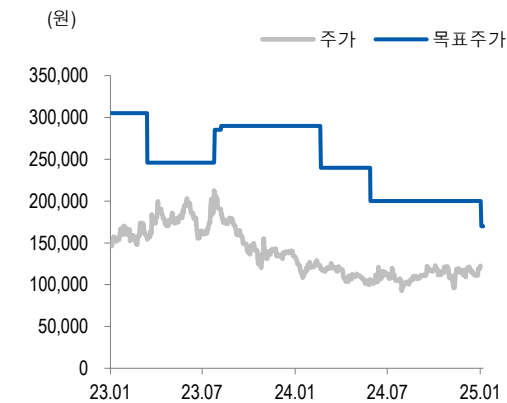
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-01-08	BUY	170,000	1년		
2024-06-04	BUY	200,000	1년	-44.32	-38.50
2024-02-27	BUY	240,000	1년	-52.97	-47.67
2023-08-14	BUY	290,000	1년	-51.36	-37.93
2023-08-01	BUY	285,346	1년	-31.61	-27.63
2023-03-21	BUY	245,988	1년	-27.62	-13.60
2023-01-03	BUY	305,025	1년	-47.85	-42.97

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.9
Hold(중립)	11.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-01-07

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.