

2025. 1. 3

EV/모빌리티팀

조현렬

Senior Analyst

hyunryul.cho@samsung.com

SK이노베이션 (096770)

4Q24 preview - 배터리 업황 부진 지속

- 4Q 영업이익은 1,917억원으로 전분기 대비 흑자 전환 예상. 11월부터 E&S 합병 효과가 반영되어 이익 기여가 예상되지만, 배터리 사업은 재차 적자 전환 예상.
- 동사의 배터리 사업 실적은 2024년에 이어 2025년에도 적자 지속 예상. IRA AMPC의 개선이 기대되나, 고객사 수요 둔화 영향으로 영업상 적자 축소 속도 둔화 전망.
- 예상보다 길어질 배터리 셀/소재 사업 부진 등을 감안하여 목표주가(15.0→14.0만원) 하향. 다만, E&S 합병 효과는 긍정적이기에 BUY 투자 의견 유지.

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	140,000원	26.1%
현재주가	111,000원	
시가총액	16.8조원	
Shares (float)	151,034,776주 (43.1%)	
52주 최저/최고	92,800원/140,200원	
60일-평균거래대금	328.0억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK이노베이션 (%)	-2.2	-0.8	-20.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	0.1	15.0	-11.9

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	140,000	150,000	-6.7%
2024E EPS	-14,593	-10,595	nm
2025E EPS	3,754	3,729	0.7%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	n/a
Target price	n/a
Recommendation	n/a

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

WHAT'S THE STORY?

4Q24 preview, 연결 흑자 전환 vs 배터리 적자 전환: 영업이익은 1,917억원(흑자 전환QoQ) 예상. 11월부터 E&S 합병 효과가 반영되어 1,211억원의 이익 기여가 예상되지만, 배터리 적자 전환 및 배터리 소재 적자 확대로 일부 상쇄될 전망.

- 정유 부문:** 영업이익은 1,560억원(+7,727억원QoQ) 예상. 두바이 유가는 9월 평균 73.6달러에서 12월 평균 73.2달러로 소폭 하락했으나, 동 기간 원/달러 환율의 급등(9월 평균 1,333원→12월 평균 1,439원)에 힘입어 긍정적 재고효과 발생. 재고 평가손익도 크게 회복하고(+5,916억원QoQ; -4,468억원→+1,448억원), 부정적 래깅 효과도 축소 예상(+2.9달러QoQ; -3.0달러→-0.1달러). 스팟 정제마진(+1.9달러QoQ; 7.8달러→9.7달러)도 등경유 마진 회복으로 개선.
- 화학 부문:** 영업이익은 -590억원(-447억원QoQ) 전망. 나프타 하락에 따른 부정적 래깅 효과는 축소되겠지만, PX 상황 부진으로 적자 확대 예상. 4Q24 PX-나프타 스프레드는 165달러(-34%QoQ)로 크게 둔화.
- 윤활기유 부문:** 영업이익은 1,802억원(+3%QoQ) 예상. 국제유가에 3개월 후행하는 원료 가격 체계로 인해 원가 부담 경감되어 수익성 개선 전망.
- E&P 부문:** 영업이익은 1,221억원(-7%QoQ) 예상. 전분기 대비 평균 유가 하락(78.5달러→73.7달러) 영향으로 소폭 수익성 감소 예상.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	77,288	75,010	89,120	96,786
영업이익 (십억원)	1,904	347	2,720	5,284
순이익 (십억원)	555	-1,439	934	2,739
EPS (adj) (원)	2,624	-14,593	3,754	11,006
EPS (adj) growth (%)	-83.9	적전	흑전	193.2
EBITDA margin (%)	4.3	4.1	5.6	6.1
ROE (%)	1.2	-7.3	2.7	7.6
P/E (adj) (배)	53.5	n/a	29.6	10.1
P/B (배)	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	11.9	17.2	11.0	9.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

- **SK온:** 영업이익은 -2,004억원(-2,244억원QoQ) 예상. ASP는 전분기 대비 5% 추가 하락하겠으며, 출하량은 전분기 기저효과로 회복 추정(+15%QoQ). 다만 최근 고객사 연말 재고조정 영향으로 기존 예상(+40%QoQ 이상)보다 판매량 회복은 크게 더딜 것. 이에 따라 IRA AMPC도 722억원(+19%QoQ)으로 제한적 회복세 예상.
- **SK이노베이션 E&S:** 2024년 11월부터 합병된 SK이노베이션 E&S(구, SK E&S)의 실적 반영 시작되어, 4Q24에는 2개월치 실적 반영 예상. 2개월치가 반영될 영업이익은 1,211억원(영업이익률 +6.2%; -7.0%pQoQ) 예상. 전분기 대비 계통한계가격(SMP) 하락에 따른 발전 사업 수익성 둔화 영향으로 수익성 감소 예상.

2025년 배터리 사업 전망, 예상보다 부진 전망: SK온(SK트레이딩인터내셔널과 SK엔텀 합병 제외 기준)의 영업이익은 2024년 -9,681억원(-3,862억원YoY; OPM -16.2%)으로 예상. IRA AMPC(2,834억원) 제외 시 -1.25조원(+526억원YoY; OPM -21.0%). 2025년 영업이익은 -612억원(+9,068억원YoY; OPM -0.6%)으로 적자 지속 및 기존 추정치 대비 하향 예상. IRA AMPC는 9,423억원(+233%YoY)으로 회복되었지만, IRA AMPC를 제외한 이익은 -1.00조원(+0.25조원YoY; OPM -10.5%)으로 적자 폭 축소가 더딜 것. 이는 주요 고객사인 전기차 판매 부진 및 정책 리스크 등으로 인한 전기차 출시 일정 조정 등에 기인.

View, 배터리 부진하나 E&S 합병 효과는 긍정적: SK E&S의 합병에 따른 기업가치 반영 및 주식 수 증가를 SOTP Valuation에 반영하였으나, 분리막 자회사에 대한 지분가치 하락 및 석유화학 사업 이익 감소에 따른 사업가치 하향을 반영하여 목표주가를 7% 하향(15.0만원→14.0만원). 배터리 사업은 여전히 IRA AMPC를 제외한 EBITDA 흑자가 요원하여 IRA AMPC에 대한 유입 기대 현금의 30% 가치(약 4.6조원)만 반영. 다만 금번 E&S 합병을 통해 배터리 외 에너지 포트폴리오 다각화에 성공하였고 이익창출력도 일부 제고. 이를 감안하여 BUY 투자 의견은 유지.

표 1. SK이노베이션: SOTP Valuation

(십억원)	12MF EBITDA	Multiples (x)	EV	설명
영업 가치 (A)				
정유	1,261	6.6	8,332	Peers (글로벌 정유업체)
석유화학	160	5.2	829	Peers (국내외 NCC/ECC업체); 하향(6.3→5.2배)
윤활기유	968	6.6	6,396	Peers (글로벌 정유업체)
E&P	1,251	5.8	7,297	Peers (글로벌 E&P업체)
IE Technology			367	SK IET 추가 기준 지분가치에 65% 할인; 하향(6,570억원→3,670억원)
배터리				IRA AMPC를 제외한 12MF EBITDA는 적자 예상
E&S	1,890	7.6	14,304	Peers (글로벌 LNG 생산/발전업체)
합계	3,383	11.1	37,524	
자산 가치 (B)			4,864	투자자산 30% 할인
순차입금 (C)			21,257	2024년 말 당사 추정 기준; AMPC 세제 혜택의 30%**만 반영
우선주 시가총액 (D)			91	12/30일 종가 기준
적정 시가총액 (E = A + B - C - D)			21,040	
총 주식 수 (천주)			151,035	
적정 주가 (원)			139,307	
목표주가 (원)			140,000	목표주가 7% 하향 (15.0만원→14.0만원)
현재 주가 (원)			111,000	1/2일 종가 기준
상승 여력 (%)			26.1	
2024 implied P/E (x)			37.3	
2025 implied P/E (x)			12.7	
2024 implied P/B (x)			1.0	
2025 implied P/B (x)			0.9	

참고: * IRA AMPC로 유입될 지배주주 기준 현금흐름을 2024년 초 기준으로 현재가치 계산(할인율 5%). 현재가치 기준 총 15.3조원의 현금 유입 기대

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

표 2. SK이노베이션: 4Q24 실적 전망

(십억원)	4Q24E	3Q23	4Q23	Consensus	증감 (%)		
					QoQ	YoY	Consensus
매출액	19,698	17,657	19,529	18,126	11.6	0.9	8.7
영업이익	192	-423	73	256	RB	164.0	-25.1
세전이익	-403	-730	-53	-40	RR	RR	RR
순이익	-325	-588	-2	51	RR	RR	BR
지배주주순이익	-291	-617	-82	51	RR	RR	BR
이익률 (%)							
영업이익	1.0	-2.4	0.4	1.4			
세전이익	-2.0	-4.1	-0.3	-0.2			
순이익	-1.6	-3.3	-0.0	0.3			
지배주주순이익	-1.5	-3.5	-0.4	0.3			

자료: SK이노베이션, FnGuide, 삼성증권 추정

표 3. SK이노베이션: 4Q24 사업부별 실적 전망

(십억원)	4Q24E	3Q23	4Q23	성장률 (% q-q)	성장률 (% y-y)
매출액	19,698	17,657	19,529	11.6	0.9
Refining	12,004	12,134	12,878	-1.1	-6.8
Petrochemical	2,628	2,625	2,452	0.1	7.2
Lubricants	1,426	1,065	1,094	33.9	30.3
E&P	340	356	310	-4.3	9.8
IE Technology	57	51	172	12.3	-67.0
Battery	1,298	1,431	2,723	-9.3	-52.3
E&S	1,951	2,663	2,835	-26.7	-31.2
Others	-5	-5	-100	RR	RR
영업이익	192	-423	73	RB	164.0
Refining	156	-617	-165	RB	RB
Petrochemical	-59	-14	0	RR	BR
Lubricants	180	174	217	3.3	-17.0
E&P	122	131	107	-6.9	13.9
IE Technology	-78	-74	12	RR	BR
Battery	-200	24	-19	BR	RR
E&S	121	352	233	-65.6	-48.1
Others	-50	-48	-80	RR	RR
세전이익	-403	-730	-53	RR	RR
당기순이익	-325	-588	-2	RR	RR
이익률 (%)					
영업이익	1.0	-2.4	0.4		
Refining	1.3	-5.1	-1.3		
Petrochemical	-2.2	-0.5	0.0		
Lubricants	12.6	16.4	19.8		
E&P	35.9	36.9	34.6		
IE Technology	-136.9	-145.7	6.8		
Battery	-15.4	1.7	-0.7		
E&S	6.2	13.2	8.2		
세전이익	-2.0	-4.1	-0.3		
당기순이익	-1.6	-3.3	-0.0		

자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

표 4. SK온: IRA 정책 시행에 따른 세제 혜택 분석

(GW)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Total
IRA 첨단 제조 생산 세액공제 혜택												
Vh)		35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	26.3	17.5	8.8	
kWh)		10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	7.5	5.0	2.5	
SK온 미국 배터리 생산능력												
	10	22	22	94	139	184	184	184	184	184	184	
Georgia #1 (100%)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	
Georgia #2 (100%)		12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	
BlueOvalSK #1 (50%)				37	37	37	37	37	37	37	37	
BlueOvalSK #2 (50%)					45	45	45	45	45	45	45	
BlueOvalSK #3 (50%)						45	45	45	45	45	45	
HMC JV (50%)				35	35	35	35	35	35	35	35	
SK온 미국 배터리 설비 가동률												
	35%	47%	21%	15%	31%	40%	56%	70%	78%	85%	86%	
Georgia #1 (100%)	35%	44%	22%	44%	58%	68%	78%	86%	86%	86%	86%	
Georgia #2 (100%)	0%	50%	20%	44%	58%	68%	78%	86%	86%	86%	86%	
BlueOvalSK #1 (50%)				12%	34%	54%	69%	79%	86%	86%	86%	
BlueOvalSK #2 (50%)					18%	38%	58%	73%	80%	86%	86%	
BlueOvalSK #3 (50%)						1%	21%	41%	61%	81%	86%	
HMC JV (50%)				0%	29%	59%	74%	84%	86%	86%	86%	
SK온 미국 배터리 생산 실적												
	4	10	5	14	43	73	104	129	144	156	158	
Georgia #1 (100%)	4	4	2	4	6	7	8	9	9	9	9	
Georgia #2 (100%)	0	6	2	5	7	8	9	10	10	10	10	
BlueOvalSK #1 (50%)				5	13	20	26	29	32	32	32	
BlueOvalSK #2 (50%)					8	17	26	33	36	38	38	
BlueOvalSK #3 (50%)						0	9	18	27	36	39	
HMC JV (50%)				0	10	20	26	29	30	30	30	
SK온 IRA 세제 혜택 (백만달러; 연결 기준)												
	470	207	640	1,850	3,075	4,418	5,495	4,637	3,354	1,703		25,849
셀	365	161	499	1,517	2,551	3,636	4,501	3,781	2,725	1,382		21,119
모듈	104	46	142	334	524	782	994	856	629	320		4,730
SK온 IRA 세제 혜택 (십억원; 연결 기준)												
	614	282	942	2,724	3,844	5,522	6,868	5,796	4,193	2,128		32,914
셀	477	220	734	2,233	3,189	4,545	5,626	4,726	3,407	1,728		26,885
모듈	136	63	208	491	655	977	1,242	1,070	786	400		6,029
SK온 IRA 세제 혜택 (백만달러; 지배주주 기준)												
	470	207	537	1,214	1,875	2,596	3,174	2,639	1,891	958		15,560
셀	365	161	418	983	1,538	2,119	2,583	2,140	1,529	774		12,609
모듈	104	46	119	231	337	477	592	499	362	184		2,951
SK온 IRA 세제 혜택 (십억원; 지배주주 기준)												
	614	282	790	1,786	2,344	3,245	3,968	3,298	2,363	1,198		19,889
셀	477	220	615	1,446	1,923	2,649	3,228	2,674	1,911	968		16,112
모듈	136	63	175	340	421	596	740	624	452	230		3,777
SK온 현재가치 할인 기준* IRA 세제 혜택 (십억원; 지배주주 기준)												
	614	269	716	1,543	1,929	2,543	2,961	2,344	1,600	772		15,290
셀	477	209	558	1,249	1,582	2,076	2,409	1,901	1,293	624		12,378
모듈	136	60	159	294	347	467	552	443	306	148		2,912

참고: * 2024년 초 기준이며, 할인율은 5% 적용

자료: 삼성증권 추정

표 5. SK온: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
원/달러 (평균)	1,277	1,315	1,312	1,321	1,329	1,371	1,358	1,400	1,292	1,306	1,365	1,472
매출액	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	1,553	1,431	1,298	7,618	12,897	5,966	9,544
성장률 (% q-q)	14.9	11.8	-14.2	-14.2	-38.2	-7.7	-7.9	-9.3				
성장률 (% y-y)	161.8	187.5	44.6	-5.3	-49.1	-58.0	-54.9	-52.3	149.7	69.3	-53.7	60.0
EBITDA	-225	5	79	136	-164	-275	218	-25	-667	-5	-246	1,094
성장률 (% q-q)	RR	RB	1,495.6	71.1	BR	RR	RB	BR				
성장률 (% y-y)	RR	RB	RB	RB	RR	BR	174.4	BR	RR	RR	RR	RB
영업이익	-345	-132	-86	-19	-332	-460	24	-200	-1,073	-582	-968	-61
성장률 (% q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RB	BR				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RB	RR	RR	RR	RR	RR
자동차 전지	-345	-299	-296	-259	-370	-572	-37	-273	-1,073	-1,199	-1,251	-1,003
성장률 (% q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR
IRA AMPC		167	210	240	39	112	61	72		617	283	942
성장률 (% q-q)			25.7	14.4	-84.0	190.4	-45.7	18.7				
성장률 (% y-y)						-33.0	-71.0	-70.0			-54.1	232.5
세전이익	-385	-180	-164	-232	-522	-691	-348	-298	-1,193	-961	-1,649	-655
성장률 (% q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR
순이익	-355	-135	-111	-156	-473	-648	-284	-243	-1,064	-757	-1,437	-534
성장률 (% q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR
지배주주순이익	-363	-137	-106	-131	-454	-625	-271	-234	-1,076	-736	-1,583	-589
이익률 (%)												
EBITDA	-6.8	0.1	2.5	5.0	-9.8	-17.7	15.2	-1.9	-8.8	0.0	-4.1	11.5
영업이익	-10.4	-3.6	-2.7	-0.7	-19.7	-29.6	1.7	-15.4	-14.1	-4.5	-16.2	-0.6
자동차 전지	-10.4	-8.1	-9.3	-9.5	-22.0	-36.8	-2.6	-21.0	-14.1	-9.3	-21.0	-10.5
세전이익	-11.7	-4.9	-5.2	-8.5	-31.0	-44.5	-24.3	-23.0	-15.7	-7.5	-27.6	-6.9
순이익	-10.7	-3.7	-3.5	-5.7	-28.1	-41.7	-19.8	-18.7	-14.0	-5.9	-24.1	-5.6

자료: SK온, 삼성증권 추정

표 6. SK이노베이션 E&S: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
원/달러 (평균)	1,277	1,315	1,312	1,321	1,329	1,371	1,358	1,400	1,292	1,306	1,365	1,381
매출액	3,439	2,372	2,566	2,835	3,569	2,330	2,663	2,926	11,541	11,167	11,488	12,557
성장률 (% q-q)	8.4	-31.0	8.2	10.5	25.9	-34.7	14.3	9.9				
성장률 (% y-y)	-7.9	10.3	3.3	-10.6	3.8	-1.8	3.8	3.2	46.9	-3.2	2.9	9.3
LNG V/C	1,312	1,483	1,784	1,393	1,708	1,418	1,848	1,229	6,229	5,972	6,203	7,061
성장률 (% q-q)	-1.4	13.0	20.3	-21.9	22.6	-17.0	30.4	-33.5				
성장률 (% y-y)	-34.0	12.5	12.1	4.7	30.2	-4.4	3.6	-11.8	44.5	-4.1	3.9	13.8
도시가스	2,082	889	782	1,442	1,862	912	815	1,697	5,312	5,195	5,285	5,497
성장률 (% q-q)	13.0	-57.3	-12.0	84.5	29.1	-51.0	-10.7	108.3				
성장률 (% y-y)	22.9	0.9	-12.5	-21.7	-10.6	2.6	4.2	17.7	45.5	-2.2	1.7	4.0
EBITDA	398	404	695	366	627	304	478	321	2,225	1,863	1,729	1,890
성장률 (% q-q)	168.2	1.5	72.0	-47.3	71.3	-51.6	57.5	-32.9				
성장률 (% y-y)	-57.0	-31.6	24.0	146.6	57.5	-24.9	-31.2	-12.3	79.8	-16.3	-7.2	9.3
영업이익	235	291	573	233	457	193	352	182	1,711	1,332	1,183	1,293
성장률 (% q-q)	3,221.8	24.2	96.6	-59.3	96.1	-57.8	82.3	-48.3				
성장률 (% y-y)	-69.1	-41.1	27.4	3,202.4	94.9	-33.8	-38.6	-22.1	136.3	-22.2	-11.2	9.3
LNG V/C	148	270	568	196	346	169	343	154	1,575	1,182	1,013	1,129
성장률 (% q-q)	3,764.5	82.1	110.7	-65.5	76.8	-51.1	102.5	-55.2				
성장률 (% y-y)	-77.7	-42.2	29.1	5,007.8	133.7	-37.2	-39.6	-21.5	168.8	-24.9	-14.3	11.5
도시가스	86	21	4	37	111	23	8	28	136	149	170	164
성장률 (% q-q)	2,576.5	-75.1	-80.0	768.1	197.0	-78.9	-64.1	232.8				
성장률 (% y-y)	-9.3	-23.1	-54.1	1,055.8	28.2	8.6	95.0	-25.2	-1.7	10.1	14.0	-3.8
이익률 (%)												
EBITDA	11.6	17.0	27.1	12.9	17.6	13.0	18.0	11.0	19.3	16.7	15.1	15.1
영업이익	6.8	12.3	22.3	8.2	12.8	8.3	13.2	6.2	14.8	11.9	10.3	10.3
LNG V/C	11.3	18.2	31.9	14.1	20.3	12.0	18.6	12.5	25.3	19.8	16.3	16.0
도시가스	4.1	2.4	0.5	2.6	5.9	2.6	1.0	1.6	2.6	2.9	3.2	3.0

참고: SK이노베이션과의 합병 이전 법인(SK E&S) 기준

자료: SK이노베이션 E&S, 삼성증권 추정

표 7. SK이노베이션: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
원/달러 (평균)	1,277	1,315	1,312	1,321	1,329	1,371	1,358	1,400	1,292	1,306	1,365	1,381
매출액	19,143	18,727	19,889	19,529	18,855	18,799	17,657	19,698	78,057	77,288	75,010	89,120
성장률 (% q-q)	0.0	-2.2	6.2	-1.8	-3.5	-0.3	-6.1	11.6				
성장률 (% y-y)	17.7	-5.9	-12.6	2.1	-1.5	0.4	-11.2	0.9	66.6	-1.0	-2.9	18.8
Refining	11,607	10,743	12,323	12,878	12,855	13,164	12,134	12,004	52,582	47,551	50,156	50,438
Petrochemical	2,535	2,857	2,900	2,452	2,759	2,594	2,625	2,628	11,027	10,744	10,607	9,918
Lubricants	1,302	1,110	1,187	1,094	1,137	1,062	1,065	1,426	4,982	4,693	4,691	4,907
E&P	328	249	239	310	370	372	356	340	1,526	1,126	1,438	1,382
IE Technology	143	152	181	172	46	62	51	57	586	648	216	392
Battery	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	1,553	1,431	1,298	7,618	12,897	5,966	9,544
E&S	3,439	2,372	2,566	2,835	3,569	2,330	2,663	1,951	11,541	11,167	1,951	12,557
영업이익	375	-107	1,563	73	625	-46	-423	192	3,917	1,904	347	2,720
성장률 (% q-q)	RB	BR	RB	-95.4	760.3	BR	RR	RB				
성장률 (% y-y)	-77.3	BR	122.0	RB	66.6	RR	BR	164.0	124.9	-51.4	-81.8	683.3
Refining	275	-411	1,112	-165	591	144	-617	156	3,390	811	275	701
성장률 (% q-q)	RB	BR	RB	BR	RB	-75.6	BR	RB				
성장률 (% y-y)	-81.8	BR	251.5	RR	115.2	RB	BR	RB	192.3	-76.1	-66.1	155.3
Petrochemical	109	170	237	0	124	99	-14	-59	128	516	151	-193
성장률 (% q-q)	RB	56.3	39.2	-99.9	47,209.5	-20.1	BR	RR				
성장률 (% y-y)	249.6	124.2	118.8	RB	14.2	-41.6	BR	BR	-20.4	303.4	-70.9	BR
Lubricants	259	260	262	217	220	152	174	180	1,071	998	727	743
성장률 (% q-q)	-3.4	0.3	0.7	-17.1	1.5	-30.8	14.5	3.3				
성장률 (% y-y)	22.5	1.8	-22.1	-19.1	-15.0	-41.4	-33.3	-17.0	11.5	-6.8	-27.1	2.1
E&P	114	68	79	107	154	142	131	122	642	368	550	520
성장률 (% q-q)	-2.7	-39.9	16.5	34.9	44.1	-8.0	-7.7	-6.9				
성장률 (% y-y)	-42.7	-59.0	-50.5	-8.1	36.0	108.4	65.1	13.9	348.0	-42.6	49.3	-5.4
IE Technology	-4	0	3	12	-64	-70	-74	-78	-48	11	-286	-71
성장률 (% q-q)	RR	RB	339,900.0	242.7	BR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	RR	RB	RB	RB	RR	BR	BR	BR	BR	RB	BR	RR
Battery	-345	-132	-86	-19	-331	-460	24	-200	-1,073	-582	-968	-61
성장률 (% q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RB	BR				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RB	RR	RR	RR	RR	RR
E&S								121			121	1,293
성장률 (% q-q)												
성장률 (% y-y)											-90.9	968.1
세전이익	156	-258	1,086	-53	18	-528	-730	-403	2,860	932	-1,431	1,204
성장률 (% q-q)	-94.5	BR	RB	BR	-98.1	BR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	-88.6	BR	258.0	RR	-88.4	RR	BR	RR	249.5	-67.4	BR	RB
순이익	-52	-120	730	-2	-98	-640	-588	-325	1,895	555	-1,439	934
성장률 (% q-q)	BR	RR	RB	BR	BR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	BR	BR	316.5	RR	RR	RR	BR	RR	288.0	-70.7	BR	RB
지배주주순이익	-131	-222	691	-82	-73	-573	-617	-291	1,569	256	-1,553	572
이익률 (%)												
영업이익	2.0	-0.6	7.9	0.4	3.3	-0.2	-2.4	1.0	5.0	2.5	0.5	3.1
Refining	2.4	-3.8	9.0	-1.3	4.6	1.1	-5.1	1.3	6.4	1.7	0.5	1.4
Petrochemical	4.3	6.0	8.2	0.0	4.5	3.8	-0.5	-2.2	1.2	4.8	1.4	-1.9
Lubricants	19.9	23.4	22.0	19.8	19.4	14.3	16.4	12.6	21.5	21.3	15.5	15.1
E&P	34.6	27.4	33.2	34.6	41.7	38.2	36.9	35.9	42.0	32.7	38.2	37.6
IE Technology	-2.8	0.0	1.9	6.8	-139.5	-113.6	-145.7	-136.9	-8.2	1.7	-132.9	-18.1
Battery	-10.4	-3.6	-2.7	-0.7	-19.7	-29.6	1.7	-15.4	-14.1	-4.5	-16.2	-0.6
E&S	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.2	0.0	0.0	6.2	10.3
세전이익	0.8	-1.4	5.5	-0.3	0.1	-2.8	-4.1	-2.0	3.7	1.2	-1.9	1.4
순이익	-0.3	-0.6	3.7	-0.0	-0.5	-3.4	-3.3	-1.6	2.4	0.7	-1.9	1.0

참고: SK이노베이션 E&S는 2024년 11월로 합병되어, 해당 시점 이후 실적만 반영 / 자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	78,057	77,288	75,010	89,120	96,786
매출원가	71,030	72,274	71,328	83,045	89,559
매출총이익	7,027	5,014	3,681	6,075	7,228
(매출총이익률, %)	9.0	6.5	4.9	6.8	7.5
판매 및 일반관리비	3,110	3,727	3,618	4,298	4,668
영업이익	3,917	1,904	347	2,720	5,284
(영업이익률, %)	5.0	2.5	0.5	3.1	5.5
영업외손익	-1,057	-972	-1,778	-1,516	-1,754
금융수익	7,097	5,243	1,205	1,830	1,326
금융비용	8,107	6,178	2,901	3,175	2,906
지분법손익	2	133	-102	-102	-104
기타	-50	-170	20	-70	-70
세전이익	2,860	932	-1,431	1,204	3,529
법인세	965	377	8	269	790
(법인세율, %)	33.7	40.5	-0.6	22.4	22.4
계속사업이익	1,895	555	-1,439	934	2,739
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	1,895	555	-1,439	934	2,739
(순이익률, %)	2.4	0.7	-1.9	1.0	2.8
지배주주순이익	1,569	256	-1,553	572	1,676
비지배주주순이익	326	299	114	363	1,063
EBITDA	5,710	3,317	3,048	5,004	5,897
(EBITDA 이익률, %)	7.3	4.3	4.1	5.6	6.1
EPS (지배주주)	16,339	2,624	-14,593	3,754	11,006
EPS (연결기준)	19,735	5,682	-13,523	6,135	17,986
수정 EPS (원)*	16,339	2,624	-14,593	3,754	11,006

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	407	5,368	1,960	4,327	6,199
당기순이익	1,895	555	-1,439	934	2,739
현금유출입이없는 비용 및 수익	3,867	2,703	3,329	3,581	4,170
유형자산 감가상각비	1,616	1,821	2,795	3,056	3,183
무형자산 상각비	177	209	189	171	155
기타	2,074	673	345	354	833
영업활동 자산부채 변동	-4,270	3,766	-0	2	1
투자활동에서의 현금흐름	-5,123	-11,244	-11,796	-5,689	-4,589
유형자산 증감	-6,710	-11,217	-11,503	-5,503	-4,503
장단기금융자산의 증감	2,404	1,241	20	-125	-68
기타	-817	-1,268	-313	-62	-18
재무활동에서의 현금흐름	10,507	9,490	471	483	191
차입금의 증가(감소)	9,861	3,700	471	483	191
자본금의 증가(감소)	500	2,239	0	0	0
배당금	-217	-314	0	0	0
기타	363	3,866	0	0	0
현금증감	6,055	3,595	-9,361	-2,086	1,098
기초현금	3,424	9,479	13,074	3,714	1,628
기말현금	9,479	13,074	3,714	1,628	2,725
Gross cash flow	5,762	3,258	1,890	4,515	6,909
Free cash flow	-6,370	-5,870	-9,543	-1,176	1,696

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	31,967	33,280	23,323	24,926	28,027
현금 및 현금등가물	9,479	13,074	3,714	1,628	2,725
매출채권	6,279	5,929	5,755	6,837	7,425
재고자산	11,858	11,123	10,795	12,825	13,929
기타	4,351	3,153	3,060	3,635	3,948
비유동자산	35,252	47,556	55,890	59,314	61,103
투자자산	5,518	6,730	6,545	7,692	8,316
유형자산	25,111	35,843	44,551	46,999	48,319
무형자산	2,078	2,302	2,113	1,943	1,788
기타	2,546	2,680	2,680	2,680	2,680
자산총계	67,219	80,836	79,213	84,239	89,130
유동부채	27,557	29,399	29,047	32,473	34,426
매입채무	9,146	8,534	8,282	9,840	10,687
단기차입금	7,559	8,185	8,185	8,185	8,185
기타 유동부채	10,852	12,680	12,580	14,448	15,554
비유동부채	16,419	21,416	21,657	22,323	22,522
사채 및 장기차입금	13,404	17,715	18,015	18,315	18,315
기타 비유동부채	3,016	3,702	3,643	4,009	4,207
부채총계	43,977	50,816	50,704	54,796	56,948
지배주주지분	19,652	22,203	20,578	21,150	22,826
자본금	469	510	510	510	510
자본잉여금	8,198	10,396	10,396	10,396	10,396
이익잉여금	11,580	11,253	9,700	10,272	11,948
기타	-595	45	-27	-27	-27
비지배주주지분	3,591	7,817	7,931	8,294	9,357
자본총계	23,242	30,020	28,509	29,443	32,182
순부채	16,190	17,527	27,372	29,860	28,909

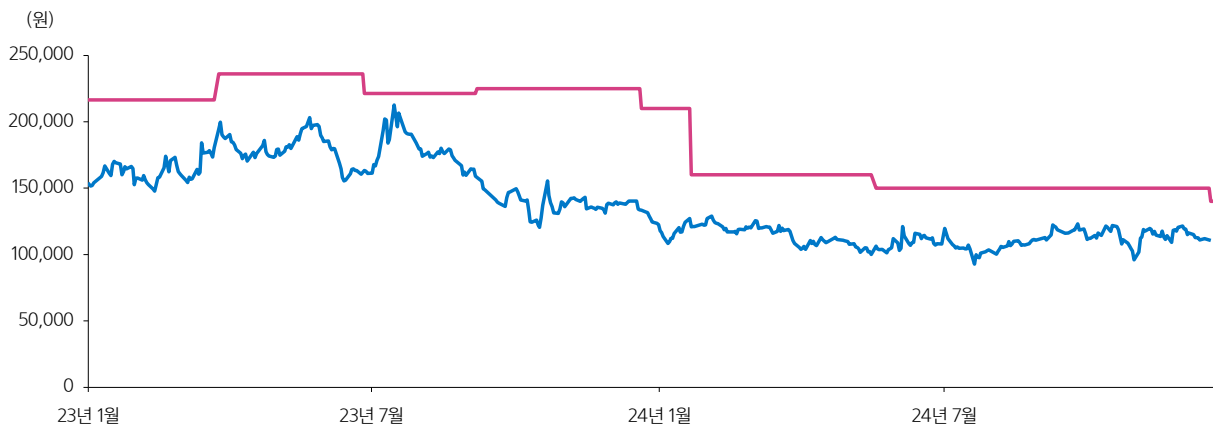
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	66.6	-1.0	-2.9	18.8	8.6
영업이익	124.9	-51.4	-81.8	683.3	94.3
순이익	288.0	-70.7	적전	흑전	193.2
수정 EPS**	437.2	-83.9	적전	흑전	193.2
주당지표					
EPS (지배주주)	16,339	2,624	-14,593	3,754	11,006
EPS (연결기준)	19,735	5,682	-13,523	6,135	17,986
수정 EPS**	16,339	2,624	-14,593	3,754	11,006
BPS	224,391	230,169	135,590	139,356	150,399
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	9.3	53.5	n/a	29.6	10.1
P/B***	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.0	11.9	17.2	11.0	9.3
비율					
ROE (%)	8.5	12	-7.3	2.7	7.6
ROA (%)	3.2	0.7	-1.8	1.1	3.2
ROIC (%)	8.7	3.0	0.8	4.1	7.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	69.7	58.4	96.0	101.4	89.8
이자보상배율 (배)	6.1	1.7	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 1월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 1월 2일 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 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2023/1/2	4/10	7/12	8/7	9/22	2024/1/5	2/6	6/3	2025/1/3
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	216469	236148	221389	221389	225000	210000	160000	150000	140000
과리율 (평균)	-25.67	-24.07	-16.19	-21.15	-38.46	-42.80	-28.30	-25.91	
과리율 (최대/최소)	-14.91	-13.96	-4.00	-13.59	-30.89	-37.14	-19.44	-18.00	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부터 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 ($\pm 5\%$) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.12.31 기준

매수(80.4%) 중립(19.6%) 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