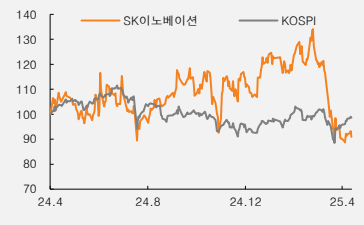


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 116,000원
현재주가(25/4/30)	94,400원
상승여력	22.9%

영업이익(25F, 십억원)	510
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	1,213
EPS 성장률(25F, %)	적지
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.9
P/E(25F, x)	-
MKT P/E(25F, x)	9.2
KOSPI	2,556.61
시가총액(십억원)	14,258
발행주식수(백만주)	151
유동주식비율(%)	39.4
외국인 보유비중(%)	13.6
베타(12M) 일간수익률	1.35
52주 최저가(원)	92,100
52주 최고가(원)	139,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-22.0	-20.5	-15.0
상대주가	-21.9	-19.4	-10.5



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김철중

chuljoong.kim@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

SK이노베이션

아직은 우려가 해소되지 않은 상반기

목표주가 11.6만원으로 하향. 매수 의견 유지

SK이노베이션의 목표주가를 15만원에서 11.6만원으로 하향 조정하며, 매수 의견을 유지한다. 목표주가 하향은 25년 실적 전망치 하향 조정 및 SK온의 순부채 증가에 기인한다. 트럼프 상호관세로 인한 수요 감소 우려나 OPEC+ 증산을 고려해 25년 실적 전망치는 전사에 걸쳐서 일부 하향 조정했다. 그리고 SK이노베이션의 순부채가 32.9조원(SK온 25조원 추정)으로 24년 말 대비 약 4.3조원 증가한 부분 역시 감안했다. 하지만 E&S의 인수합병으로 인해 강화된 현금흐름, 하반기에 보다 나아질 석유제품 수급 밸런스를 기대하면 상황은 점차 개선될 것으로 판단한다.

1Q25 Review: 긍정적인 면보다는 부정적인 요인이 부각된 실적

동사의 1Q25 영업손익은 -446억원으로 컨센서스인 721억원을 하회했고, 전분기(1,599억원) 대비 적자전환했다. 전분기 대비 수익성이 가장 크게 감소(-3,061억원 QoQ)한 정유 부문은 1) 유가 하락으로 인한 재고관련손익, 2) 아프리카/중동 지역의 가동량 증가 영향으로 수익성이 악화되었다. 이 외에도 화학, 윤활유, E&P 사업도 전분기 대비 이익 규모는 소폭 감소했다. 반대로 배터리 사업은 미국 판매량 증가로 이익 및 AMPC 수취금 규모가 모두 증가했으며, E&S도 난방 수요로 인한 도시가스 판매량 증가로 수익성이 개선되어 위의 악영향을 일부 상쇄했다.

2Q25 Preview: 4월 유가 하락 반영 필요

동사의 2Q25 영업손익은 -1,773억원으로 전분기 대비 적자 폭이 확대될 전망이다. 수익성이 가장 크게 악화되는 부문은 정유다. 드라이빙 시즌으로 인한 수요 개선으로 정제마진은 소폭 개선될 전망이나, 트럼프 관세 우려 및 OPEC+ 증산 가속화로 인해 유가 하락이 재고관련손익에 반영되며 부정적인 영향이 더 클 것으로 보인다. E&S는 동절기 난방 수요가 감소해 판매량이 감소하겠지만, 윤활유는 급등했던 원재료 가격 안정화, 성수기 진입 등 영향으로 수익성이 다시 개선될 전망이다. 배터리는 북미 현대차량 판매량 증가로 25년 내 점진적 성장이 기대된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	77,288	74,717	81,829	82,621	91,739
영업이익 (십억원)	1,904	315	510	3,039	4,883
영업이익률 (%)	2.5	0.4	0.6	3.7	5.3
순이익 (십억원)	256	-2,260	-591	1,029	2,398
EPS (원)	2,624	-21,236	-3,883	6,757	15,746
ROE (%)	1.2	-9.6	-2.4	4.3	9.7
P/E (배)	53.5	-	-	14.0	6.0
P/B (배)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
배당수익률 (%)	0.0	1.8	5.1	5.1	5.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. SK이노베이션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	전체	18,855.1	18,799.1	17,657.0	19,405.7	21,146.6	19,882.7	19,700.0	21,099.8	74,716.9	81,829.1	82,621.3
	정유	12,854.8	13,164.0	12,134.3	11,686.8	11,918.1	11,267.8	10,545.9	10,532.0	49,839.9	44,263.9	41,996.0
	화학	2,759.0	2,594.0	2,625.3	2,373.4	2,477.0	2,687.4	2,647.2	2,677.6	10,351.7	10,489.2	10,320.2
	유탄기유	1,137.3	1,062.5	1,064.9	970.7	972.2	1,180.0	1,193.7	1,106.9	4,235.4	4,452.8	4,363.2
	E&P	370.1	371.9	355.5	379.2	383.1	385.5	380.4	384.1	1,476.7	1,533.2	1,488.6
	E&S	3,450.3	2,210.3	2,529.8	3,135.0	3,752.1	2,431.3	2,782.8	3,448.5	11,325.4	12,414.7	11,173.2
	SKON	1,683.6	1,553.5	1,430.8	1,598.7	1,605.4	1,891.9	2,111.2	2,912.0	6,266.6	8,520.5	13,125.2
	기타	50.3	53.2	46.2	43.2	38.7	38.7	38.7	38.7	192.9	154.8	154.8
영업이익	전체	624.7	-45.8	-423.3	159.9	-44.6	-177.3	265.2	467.1	315.5	510.4	3,039.4
	정유	591.1	144.2	-616.6	342.4	36.3	-219.4	13.6	64.1	461.1	-105.3	222.0
	화학	124.5	99.4	-14.4	-84.2	-114.3	-107.6	-70.3	-58.8	125.3	-351.0	-70.5
	유탄기유	220.4	152.4	174.4	139.5	121.4	174.9	165.5	175.1	686.7	636.9	664.3
	E&P	154.4	142.1	131.1	145.8	120.4	134.9	133.2	134.5	573.4	522.9	521.0
	E&S	457.1	192.8	351.6	114.2	193.1	158.0	278.3	206.9	1,115.7	836.3	905.7
	SKON	-331.5	-460.1	24.0	-359.4	-299.3	-198.3	-135.0	65.4	-1,127.0	-567.2	1,276.9
	기타	-134.2	-123.8	-121.8	-147.6	-102.2	-120.0	-120.0	-120.0	-527.4	-462.2	-480.0
세전이익		18.2	-527.6	-729.6	-1,140.8	-332.4	-570.5	-130.2	63.8	-2,379.8	-969.4	1,388.7
순이익(지배)		-72.6	-572.9	-616.5	-997.9	-119.3	-422.8	-96.5	47.3	-2,260.0	-591.3	1,029.0

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

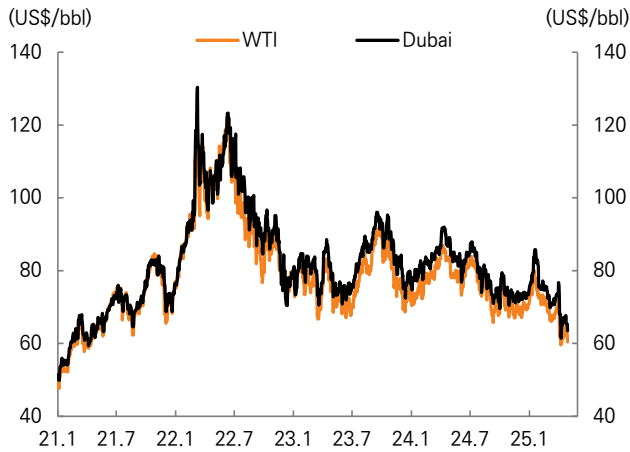
표 2. SK이노베이션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

		12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	
사업 가치	정유	572.2	7.4	4,234.2	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	화학	-8.8	6.0	-	국내 화학사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	유탄유	752.6	7.4	5,569.3	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	E&P	628.9	7.4	4,653.6	국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	E&S	1,605.5	6.0	9,632.7	12MF EBITDA * 밸류에이션 LNG 관련 기업 25F EV/EBITDA 적용
	SK ON	380.1	10.0	1,520.6	목표주가 산정지표 EV/EBITDA에서 PER로 변경. 26년 SKON(배터리) 예상 EPS에 Target P/E 10배 적용. 할인율 50%, 지분율 80% 적용
	계			25,610.3	
	순차입금			8,000.0	25년말 순차입금 예상(SK온 제외)
	우선주 시가총액			83.9	
	EV			17,526.4	
	주식수			151.0	
	적정주가			116,042	목표주가 11.6만원 산출

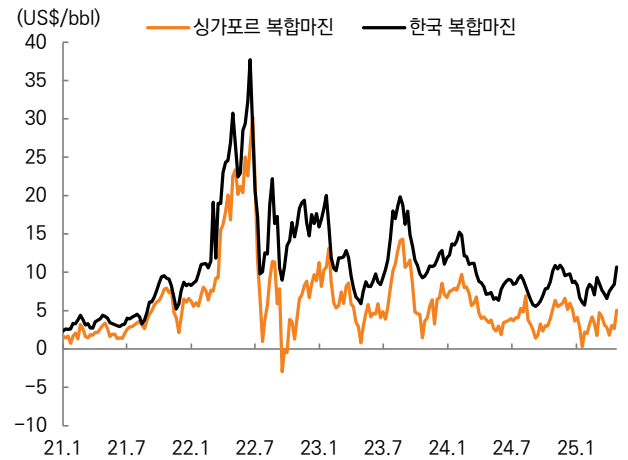
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 정제마진 추이



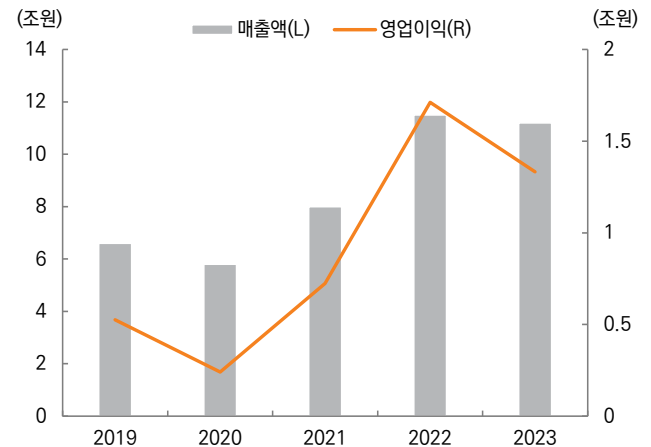
자료: 페트로넷, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. PX 스프레드 추이



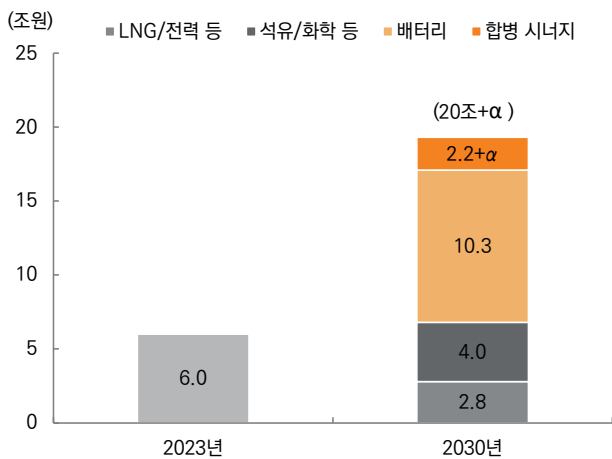
자료: Ciscchem, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. SK E&S 매출액 및 영업이익 추이



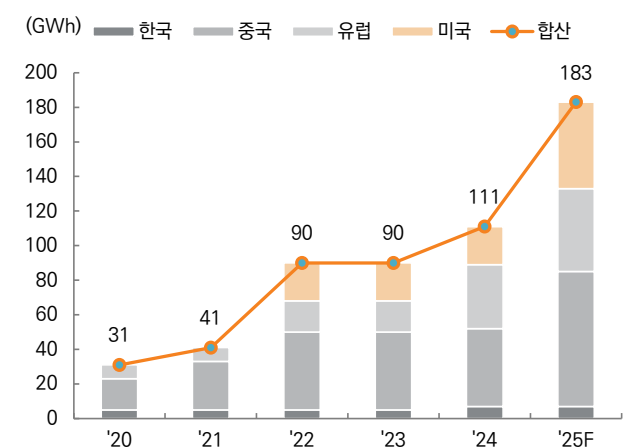
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. SK이노베이션 2030년 EBITDA 목표



자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. SKON 생산능력 증설 계획



자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	74,717	81,829	82,621	91,739
매출원가	70,678	77,303	75,566	82,840
매출총이익	4,039	4,526	7,055	8,899
판매비와관리비	4,016	4,016	4,016	4,016
조정영업이익	315	510	3,039	4,883
영업이익	315	510	3,039	4,883
비영업손익	-2,695	-1,479	-1,650	-1,647
금융손익	-1,100	-1,660	-1,731	-1,727
관계기업등 투자손익	-430	80	80	80
세전계속사업손익	-2,380	-969	1,389	3,236
계속사업법인세비용	-7	-347	306	712
계속사업이익	-2,372	-622	1,083	2,524
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-2,372	-622	1,083	2,524
지배주주	-2,260	-591	1,029	2,398
비지배주주	-113	-31	54	126
총포괄이익	1,016	-622	1,083	2,524
지배주주	12	-285	496	1,156
비지배주주	1,004	-337	587	1,368
EBITDA	2,478	3,499	6,195	8,025
FCF	-7,795	-2,680	-733	3,881
EBITDA 마진율 (%)	3.3	4.3	7.5	8.7
영업이익률 (%)	0.4	0.6	3.7	5.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.0	-0.7	1.2	2.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	36,318	33,287	32,190	36,366
현금 및 현금성자산	15,865	12,047	10,203	12,341
매출채권 및 기타채권	8,299	8,084	8,369	9,144
재고자산	10,336	11,179	11,572	12,645
기타유동자산	1,818	1,977	2,046	2,236
비유동자산	74,212	77,031	79,230	79,053
관계기업투자등	8,818	9,588	9,925	10,845
유형자산	56,720	59,044	61,164	60,264
무형자산	2,938	2,625	2,349	2,106
자산총계	110,530	110,318	111,420	115,419
유동부채	37,726	38,208	38,816	40,645
매입채무 및 기타채무	16,045	16,215	16,786	18,342
단기금융부채	18,256	18,269	18,175	18,091
기타유동부채	3,425	3,724	3,855	4,212
비유동부채	33,156	33,466	33,602	33,973
장기금융부채	29,599	29,599	29,599	29,599
기타비유동부채	3,557	3,867	4,003	4,374
부채총계	70,881	71,674	72,418	74,619
지배주주지분	24,642	23,667	23,971	25,644
자본금	786	786	786	786
자본잉여금	12,747	12,747	12,747	12,747
이익잉여금	8,231	7,342	7,646	9,319
비지배주주지분	15,007	14,976	15,031	15,157
자본총계	39,649	38,643	39,002	40,801

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,233	2,320	4,267	5,881
당기순이익	-2,372	-622	1,083	2,524
비현금수익비용가감	4,543	4,114	5,005	5,394
유형자산감가상각비	2,125	2,676	2,880	2,900
무형자산상각비	330	313	276	243
기타	2,088	1,125	1,849	2,251
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,674	33	108	294
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1,606	497	-230	-628
재고자산 감소(증가)	1,815	-843	-393	-1,073
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4,957	-343	337	918
법인세납부	-586	347	-306	-712
투자활동으로 인한 현금흐름	-7,295	-5,078	-5,034	-2,094
유형자산처분(취득)	-9,956	-5,000	-5,000	-2,000
무형자산감소(증가)	-175	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-214	-78	-34	-94
기타투자활동	3,050	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	7,327	-284	-819	-809
장단기금융부채의 증가(감소)	16,805	14	-94	-84
자본의 증가(감소)	2,628	0	0	0
배당금의 지급	-314	-298	-725	-725
기타재무활동	-11,792	0	0	0
현금의 증가	2,791	-3,818	-1,844	2,138
기초현금	13,074	15,865	12,047	10,203
기말현금	15,865	12,047	10,203	12,341

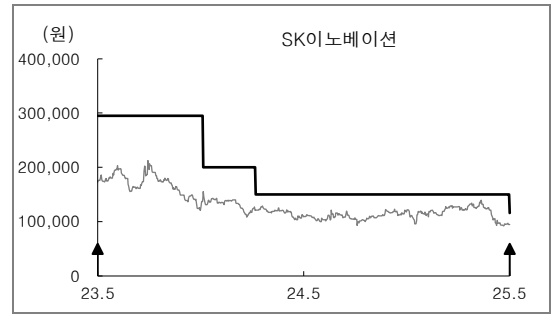
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	14.0	6.0
P/CF (x)	5.5	4.1	2.4	1.8
P/B (x)	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	25.6	18.5	10.7	8.0
EPS (원)	-21,236	-3,883	6,757	15,746
CFPS (원)	20,391	22,931	39,980	51,998
BPS (원)	164,556	158,158	160,154	171,138
DPS (원)	2,000	4,800	4,800	4,800
배당성향 (%)	-12.4	-116.1	66.7	28.6
배당수익률 (%)	1.8	4.3	4.3	4.3
매출액증가율 (%)	-3.3	9.5	1.0	11.0
EBITDA증가율 (%)	-25.3	41.2	77.1	29.5
조정영업이익증가율 (%)	-83.4	61.8	495.5	60.7
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	133.0
매출채권 회전율 (회)	11.5	12.1	12.4	12.9
재고자산 회전율 (회)	7.0	7.6	7.3	7.6
매입채무 회전율 (회)	7.7	7.9	7.8	8.0
ROA (%)	-2.5	-0.6	1.0	2.2
ROE (%)	-9.6	-2.4	4.3	9.7
ROIC (%)	0.6	0.6	3.6	5.9
부채비율 (%)	178.8	185.5	185.7	182.9
유동비율 (%)	96.3	87.1	82.9	89.5
순차입금/자기자본 (%)	79.5	91.4	95.0	85.3
조정영업이익/금융비용 (x)	0.2	0.2	1.5	2.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK이노베이션 (096770)				
2025.05.02	매수	116,000	-	-
2025.02.07	1년 경과 이후	150,000	-22.79	-7.20
2024.02.07		매수	150,000	-24.35
2023.11.06	매수	200,000	-34.23	-27.75
2023.04.17	매수	295,186	-42.14	-28.00



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK이노베이션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.