신영증권
2026. 01. 26

SK이노베이션(096770.KS) 매수(유지)

배터리 적자 폭 확대로 컨센 하회 예상

분석의 기본 가정
- 1Q26 평균 유가(Dubai기준) 62$/bbl 가정

4Q25 영업이익 컨센 38% 하회 예상

4Q25 영업이익은 2,032억원(QoQ -65%, YoY +27%)으로 컨센 38% 하회 전망. 이는 석유/화학 실적 개전에도 불구 배터리 적자 폭이 확대된 영향. 석유 영업이익은 4,309억원(QoQ +42%)을 추정. 유가 하락(QoQ -7$/bbl)으로 인한 재고손실 반영에도 불구, 정제마진 (QoQ +4.7$/bbl) 및 환율 상승이 이를 상쇄. 화학 영업이익은 186억원(QoQ +554억원)으로 5개분기 만에 흑전 예상. GC 운영 효율화에 따른 고정비 절감 영향. 배터리 영업이익은 -4,610억원(QoQ -3,362억원)을 예상. 이는 미국 판매량 감소(QoQ -30%) 및 그에 따른 AMPC 수취 금액이 감소하고, 낮은 가동률로 인해 고정비 부담 확대된 영향

1Q26 영업이익 QoQ +28% 예상

1Q26 영업이익 2,592억원(QoQ +28%, YoY 흑전)을 예상. 유가 및 정제마진 조정으로 석유 영업이익은 감익이 예상되나, SK온의 적자폭이 축소될 전망. 석유 영업이익은 2,930억원(QoQ -32%) 추정. 유가 하락(QoQ -4$/bbl) 및 정제마진 하락(QoQ -2$/bbl)을 가정. 배터리 영업이익은 -3,102억원(QoQ +1,508억원)을 예상. BOSK 운영 구조 재편 완료로 감가상각비 축소 등 각종 비용 감소 전망되기 때문.

매수 유지. 목표주가 13만원으로 하향

2026년 정유/화학 업황 개선이 예상되는 바 투자의견 매수는 유지. 목표주가는 기존 16만원에서 13만원으로 하향. 이는 배터리 사업 부진을 감안해 2026년 실적 추정치를 48% 하향한 결과. 2026년 동사 실적은 석유 사업을 비롯한 화석 연료 중심으로 견조할 전망. 유가는 공급과잉으로 인해 하락하는 가운데, 석유제품 수급은 상대적으로 타이트해 견조한 수준의 정제마진이 지속될 것으로 예상되기 때문. 다만, 배터리 사업의 회복은 다소 요원. 동사 배터리 사업은 타사 대비 EV 비중이 높은데, 미국 전기차 시장이 단기간에 회복되기는 어려운 국면이기 때문

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	77,288	74,717	79,479	69,320	74,212
영업이익(십억원)	1,904	315	300	1,346	1,724
세전손익(십억원)	932	-2,380	-1,658	159	515
지배순이익(십억원)	256	-2,260	-1,574	115	373
EPS(원)	2,624	-21,236	-9,244	677	2,188
증감율(%)	-83.9	적전	적지	흑전	223.2
ROE(%)	1.2	-9.6	-6.2	0.4	1.2
PER(배)	53.5	na	na	164.5	50.9
PBR(배)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	11.9	25.6	15.1	10.9	10.7

에너지/화학 담당 신홍주
T.02)2004-9168 / 23278@shinyoung.com

현재주가(01/23)	111,400원
목표주가(12M, 하향)	130,000원

Key Data (기준일: 2026. 01. 23)

KOSPI(pt)	4990.07
KOSDAQ(pt)	993.93
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	188,325
발행주식수(천주)	170,301
평균거래량(3M,주)	327,539
평균거래대금(3M, 백만원)	37,455
52주 최고/최저	139,200 / 81,100
52주 일간Beta	1.4
배당수익률(26F,%)	2.0
외국인지분율(%)	12.7
주요주주 지분율(%)	
SK 외 12 인	52.1 %
국민연금공단	5.0 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.9	-10.5	-4.2	-12.4
KOSPI대비 상대수익률	-13.4	-31.0	-38.9	-55.8

Company vs KOSPI composite

도표 1. SK이노베이션 사업 부문 별 실적 Breakdown (단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	**21,146.6**	**19,306.6**	**20,533.2**	**18,493.0**	**18,135.9**	**16,509.8**	**16,828.6**	**17,845.8**	**74,716.9**	**79,479.4**	**69,320.1**
QoQ(%)	9.0%	-8.7%	6.4%	-9.9%	-1.9%	-9.0%	1.9%	6.0%			
YoY(%)	12.2%	2.7%	16.3%	-4.7%	-14.2%	-14.5%	-18.0%	-3.5%	-3.3%	6.4%	-12.8%
석유	11,918.1	11,118.7	12,442.1	11,510.8	10,718.7	10,032.5	10,247.1	10,566.4	49,839.9	46,989.7	41,564.7
화학	2,477.0	2,268.6	2,415.2	1,970.2	1,994.8	1,944.5	1,945.9	1,957.2	10,351.7	9,131.0	7,842.3
윤활유	972.2	893.8	980.5	892.6	918.7	842.6	1,011.3	895.1	4,235.4	3,739.1	3,667.8
E&S	3,752.1	2,545.3	2,527.8	2,358.8	2,733.7	1,910.2	1,758.7	2,479.1	2,353.7	11,184.0	8,881.7
배터리	1,605.4	2,107.7	1,807.9	1,423.7	1,452.2	1,481.2	1,555.3	1,633.1	6,266.6	6,944.7	6,121.8
E&P	383.1	341.7	320.0	302.0	279.7	256.6	266.3	272.6	1,476.7	1,346.8	1,075.2
소재	23.8	19.5	23.5	21.2	23.0	27.9	29.3	27.9	133.4	88.0	108.1
영업이익	**-59.4**	**-417.6**	**573.5**	**203.2**	**259.2**	**175.8**	**375.6**	**535.2**	**315.5**	**299.6**	**1,345.7**
영업이익률(%)	-0.3%	-2.2%	2.8%	1.1%	1.4%	1.1%	2.2%	3.0%	0.4%	0.4%	1.9%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	-64.6%	27.5%	-32.2%	113.6%	42.5%			
YoY(%)	적전	적지	흑전	27.1%	흑전	흑전	-34.5%	163.4%	-83.4%	-5.0%	349.1%
석유	**36.3**	**-466.3**	**304.2**	**430.9**	**293.0**	**251.1**	**312.9**	**515.8**	**461.1**	**305.1**	**1,372.9**
영업이익률(%)	0.3%	-4.2%	2.4%	3.7%	2.7%	2.5%	3.1%	4.9%	0.9%	0.6%	3.3%
QoQ(%)	-89.4%	적전	흑전	41.7%	-32.0%	-14.3%	24.6%	64.8%			
YoY(%)	-93.9%	적전	흑전	25.9%	707.3%	흑전	2.9%	19.7%	-43.1%	-33.8%	350.0%
화학	**-114.3**	**-118.6**	**-36.8**	**18.6**	**22.9**	**29.5**	**22.0**	**22.6**	**125.3**	**-251.1**	**97.1**
영업이익률(%)	-4.6%	-5.2%	-1.5%	0.9%	1.1%	1.5%	1.1%	1.2%	1.2%	-2.8%	1.2%
QoQ(%)	적지	적지	적지	흑전	23.3%	29.1%	-25.5%	2.9%			
YoY(%)	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	21.9%	-75.7%	적전	흑전
윤활유	**121.4**	**134.6**	**170.6**	**164.9**	**152.9**	**119.6**	**172.8**	**137.6**	**686.7**	**591.5**	**582.8**
영업이익률(%)	12.5%	15.1%	17.4%	18.5%	16.6%	14.2%	17.1%	15.4%	16.2%	15.8%	15.9%
QoQ(%)	-13.0%	10.9%	26.7%	-3.3%	-7.3%	-21.8%	44.5%	-20.4%			
YoY(%)	-44.9%	-11.7%	-2.2%	18.2%	25.9%	-11.2%	1.3%	-16.6%	-31.2%	-13.9%	-1.5%
E&S	**193.1**	**115.0**	**255.4**	**129.5**	**160.2**	**140.5**	**142.2**	**124.6**	**123.4**	**693.0**	**567.4**
영업이익률(%)	5.1%	4.5%	10.1%	5.5%	5.9%	7.4%	8.1%	5.0%	5.2%	6.2%	6.4%
QoQ(%)	69.1%	-40.4%	122.1%	-49.3%	23.7%	-12.3%	1.2%	-12.4%			
YoY(%)				10.4%	-17.1%	22.2%	-44.3%	-3.8%		461.6%	-18.1%
SK온(배터리)	**-299.3**	**-66.4**	**-124.8**	**-461.0**	**-310.2**	**-304.3**	**-229.0**	**-227.7**	**-1,127.0**	**-951.5**	**-1,071.2**
영업이익률(%)	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-32.4%	-21.4%	-20.5%	-14.7%	-13.9%	-18.0%	-13.7%	-17.5%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지			
YoY(%)	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
E&P	**120.4**	**109.0**	**89.3**	**72.4**	**71.2**	**60.6**	**65.7**	**69.1**	**573.4**	**391.1**	**266.6**
소재	**-69.6**	**-53.7**	**-50.1**	**-80.1**	**-58.8**	**-49.2**	**-39.0**	**-34.8**	**-282.7**	**-253.6**	**-181.8**
당기순이익	**-125.6**	**-1,032.2**	**-94.3**	**-400.6**	**-28.5**	**-91.8**	**60.0**	**181.3**	**-2,372.5**	**-1,652.7**	**121.1**
당기순익률(%)	-0.6%	-5.3%	-0.5%	-2.2%	-0.2%	-0.6%	0.4%	1.0%	-3.2%	-2.1%	0.2%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	202.1%			
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전
지배순이익	**-229.0**	**-772.2**	**-107.9**	**-465.3**	**-27.1**	**-87.5**	**57.2**	**172.7**	**-2,260.0**	**-1,574.3**	**115.3**

자료: 신영증권 리서치센터

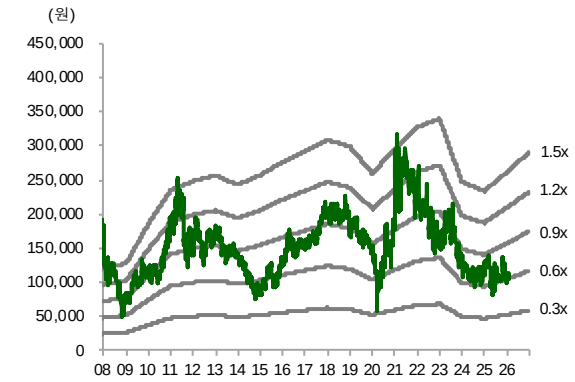
도표 2. SK이노베이션 Valuation

(단위: 십억원, 배)

사업부문	EBITDA(26F)	Multiple(배)	EV	비고
석유	1,932.9	6	12,545	글로벌 정유업체 Peer
화학	450.1	4	1,800	글로벌 석유화학업체 Peer
윤활유	807.8	6	5,243	글로벌 정유업체 Peer
E&P	983.6	6	6,384	글로벌 E&P업체 Peer
E&S	1,168.4	8	9,347	글로벌 LNG Up/mid/downstream Peer
배터리(SK온)	198.8	15	2,982	국내 셀 업체 Peer
SKIET			365	SKIET 시가총액 70% 할인 및 지분율 적용
영업가치			**38,665**	
자산가치			**7,238**	투자자산 장부가치 30% 할인
순차입금			25,613	Blue Oval SK 재편에 따른 장기차입금 4.7조원 감소 반영
우선주 시가총액			90	1/23 종가 기준
목표 시가총액			**20,201**	
주식수(천주)			151,035	
주당 NAV			133,748	
목표주가(원)			**130,000**	
현재주가(원)			111,400	1/23 종가 기준
Upside(%)			**17%**	

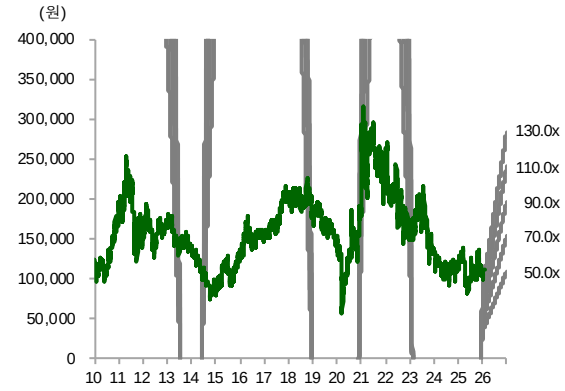
자료: 신영증권 리서치센터

도표 3. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료 : 신영증권 리서치센터

도표 4. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드 차트



자료 : 신영증권 리서치센터

SK이노베이션(096770.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**77,288**	**74,717**	**79,479**	**69,320**	**74,212**
증가율(%)	-1.0	-3.3	6.4	-12.8	7.1
매출원가	**72,274**	**70,678**	**75,206**	**64,508**	**68,777**
원가율(%)	93.5	94.6	94.6	93.1	92.7
매출총이익	**5,014**	**4,039**	**4,274**	**4,812**	**5,435**
매출총이익률(%)	6.5	5.4	5.4	6.9	7.3
판매비와 관리비 등	**3,727**	**4,016**	**3,974**	**3,466**	**3,711**
판관비율(%)	4.8	5.4	5.0	5.0	5.0
영업이익	**1,904**	**315**	**300**	**1,346**	**1,724**
증가율(%)	-51.4	-83.5	-4.8	348.7	28.1
영업이익률(%)	2.5	0.4	0.4	1.9	2.3
EBITDA	**3,934**	**2,770**	**4,401**	**5,714**	**5,907**
EBITDA마진(%)	5.1	3.7	5.5	8.2	8.0
순금융손익	**-935**	**-1,747**	**-1,625**	**-1,184**	**-1,209**
이자손익	-749	-1,100	-1,178	-1,072	-1,090
외화관련손익	-102	-374	-173	-217	-224
기타영업외손익	**-170**	**-518**	**-432**	**-122**	**-120**
종속및관계기업 관련손익	**133**	**-430**	**100**	**120**	**120**
법인세차감전계속사업이익	**932**	**-2,380**	**-1,658**	**159**	**515**
계속사업손익법인세비용	**377**	**-7**	**-5**	**38**	**124**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**555**	**-2,372**	**-1,653**	**121**	**391**
증가율(%)	-70.7	적전	적지	흑전	223.1
순이익률(%)	0.7	-3.2	-2.1	0.2	0.5
지배주주지분 당기순이익	256	-2,260	-1,574	115	373
증가율(%)	-83.7	적전	적지	흑전	224.3
기타포괄이익	**99**	**3,388**	**3,319**	**3,319**	**3,319**
총포괄이익	**654**	**1,016**	**1,666**	**3,440**	**3,710**

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

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**33,280**	**36,318**	**35,192**	**37,843**	**42,937**
현금및현금성자산	13,074	15,865	12,938	17,067	16,366
매출채권 및 기타채권	7,819	8,567	9,321	8,731	11,547
재고자산	11,123	10,336	10,994	9,589	11,874
비유동자산	**47,556**	**74,212**	**76,651**	**75,843**	**74,721**
유형자산	35,843	56,720	58,948	57,868	56,437
무형자산	2,302	2,938	2,608	2,319	2,067
투자자산	6,730	10,467	11,008	11,568	12,129
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**80,836**	**110,530**	**111,843**	**113,686**	**117,657**
유동부채	**29,399**	**37,726**	**37,616**	**36,353**	**36,948**
단기차입금	8,185	12,051	12,051	12,051	12,051
매입채무및기타채무	17,320	18,689	18,579	17,316	17,911
유동성장기부채	3,435	6,050	6,050	6,050	6,050
비유동부채	**21,416**	**33,156**	**33,156**	**33,156**	**33,156**
사채	10,004	11,634	11,634	11,634	11,634
장기차입금	7,711	15,398	15,398	15,398	15,398
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**50,816**	**70,881**	**70,771**	**69,508**	**70,103**
지배주주지분	**22,203**	**24,641**	**26,142**	**29,243**	**32,601**
자본금	510	786	876	876	876
자본잉여금	10,396	12,747	12,747	12,747	12,747
기타포괄이익누계액	878	3,094	6,412	9,731	13,050
이익잉여금	11,253	8,231	6,323	6,105	6,144
비지배주주지분	**7,817**	**15,007**	**14,929**	**14,935**	**14,953**
자본총계	**30,020**	**39,649**	**41,072**	**44,178**	**47,554**
총차입금	**31,050**	**47,855**	**47,855**	**47,855**	**47,855**
순차입금	**17,387**	**31,393**	**34,450**	**30,313**	**31,005**

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**5,368**	**2,233**	**585**	**4,810**	**-513**
당기순이익	**555**	**-2,372**	**-1,653**	**121**	**391**
현금유출이없는비용및수익	**2,703**	**4,543**	**5,347**	**5,576**	**5,500**
유형자산감가상각비	1,821	2,125	3,772	4,080	3,931
무형자산상각비	209	330	330	288	252
영업활동관련자산부채변동	**3,766**	**1,674**	**-1,937**	**224**	**-5,191**
매출채권의감소(증가)	162	1,606	-754	590	-2,816
재고자산의감소(증가)	1,144	1,815	-659	1,405	-2,285
매입채무의증가(감소)	-1,897	-4,957	-110	-1,263	595
투자활동으로인한현금흐름	**-11,244**	**-7,295**	**50**	**3,049**	**3,549**
투자자산의 감소(증가)	-1,073	-4,019	-441	-441	-441
유형자산의 감소	21	72	0	0	0
CAPEX	-11,238	-10,028	-6,000	-3,000	-2,500
단기금융자산의감소(증가)	1,232	-9	-9	-9	-9
재무활동으로인한현금흐름	**9,490**	**7,327**	**2,232**	**2,106**	**2,106**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	2,854	4,012	0	0	0
자본의 증가(감소)	1,137	0	90	0	0
기타현금흐름	**-19**	**526**	**-5,793**	**-5,837**	**-5,844**
현금의 증가	**3,595**	**2,791**	**-2,927**	**4,129**	**-701**
기초현금	9,479	13,074	15,865	12,938	17,067
기말현금	13,074	15,865	12,938	17,067	16,366

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	2,624	-21,236	-9,244	677	2,188
BPS	226,492	164,556	155,959	174,165	193,883
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000
Multiples (배)					
PER	53.5	na	na	164.5	50.9
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	11.9	25.6	15.1	10.9	10.7

Financial Ratio

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-83.9%	적전	적지	흑전	223.2%
EBITDA(발표기준) 증가율	-31.1%	-29.6%	58.9%	29.8%	3.4%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	2.1%	-6.8%	-4.1%	0.3%	0.9%
ROE(지배순이익 기준)	1.2%	-9.6%	-6.2%	0.4%	1.2%
ROIC	2.5%	-0.3%	0.5%	1.6%	2.0%
WACC	5.4%	5.6%	5.6%	5.1%	5.1%
안전성(%)					
부채비율	169.3%	178.8%	172.3%	157.3%	147.4%
순차입금비율	57.9%	79.2%	83.9%	68.6%	65.2%
이자보상배율	1.7	0.2	0.2	0.9	1.1

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(20251231)	매수 : 87.18%	중립 : 11.54%	매도 : 1.28%

[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
2026-01-26	매수	130000		
2025-11-03	매수	160000	-30.12	-20.94
2025-05-02	매수	130000	-18.96	5.38
2025-03-26	매수	160000	-37.47	-23.81