COMPANY UPDATE

2026. 1. 28.

EV/모빌리티팀

조현렬 Senior Analyst
hyunryul.cho@samsung.com

김원영 Research Associate
wonyoung10.kim@samsung.com

리서치센터 리포트 바로가기

SK이노베이션 (096770)

4Q25 review - 정유 및 윤활기유 강세 지속

- 4Q 영업이익은 2,947억원(-50%QoQ)으로 컨센서스(3,300억원/-11%) 하회했으나, 당사 추정치(+15%) 상회. 정유 부문이 당사 예상보다 크게 상회.
- 화석 에너지 이익 상향을 감안하여 목표주가 상향(13→14만원, SOTP 방식). 배터리 불확실성에도 화석 에너지 이익 개선세를 감안하여 BUY 투자의견 유지.

WHAT'S THE STORY?

View, 화석 에너지 이익 호조세와 구조조정 효과가 긍정적: 최근 아로마틱 스프레드 회복을 감안하여 12MF EBITDA를 소폭 상향(+1.2%)하고, 정유, 화학, E&S 등 화석 에너지 사업 Peer multiple 상승을 감안하여 SOTP 밸류에이션상 목표주가를 8% 상향(13→14만원). 배터리 사업의 적자가 지속되는 가운데, 해외 공장 매각을 통해 가동률 상승을 추진 중에 있고, 정유, 화학, 윤활기유, E&P 및 E&S 등 원유 및 가스 기반 사업은 여전히 견조한 실적 또는 업황 회복이 나타나고 있는 점이 긍정적이기에, BUY 투자의견 유지.

4Q25 review, 컨센서스 상회: 영업이익은 2,947억원으로 컨센서스(3,300억원/-11%, FnGuide) 하회했으나, 당사 추정치(2,565억원)를 15% 상회. 당사 추정 대비 정유, 윤활기유는 상회한 반면, 배터리, E&S는 하회.

- **정유 부문:** 영업이익은 4,749억원(+56%QoQ). 유가 하락 영향으로 재고 평가손익은 감소했고(-1,216억원QoQ; +49억원→-1,167억원), 래깅 효과도 부정적으로 작용 (-2.8달러QoQ; +0.2달러→-2.6달러). 하지만 스팟 정제 마진(+5.4달러QoQ; 10.0달러→15.4달러)은 전분기 대비 등경유 마진 회복으로 급등하여 실적 개선을 견인.
- **화학 부문:** 영업이익은 -89억원(+157억원QoQ). 4Q25 톨루엔-나프타 및 PX-나프타 스프레드는 각각 15%QoQ 및 7%QoQ 상승하였기에 적자 폭 축소.
- **윤활기유 부문:** 영업이익은 1,810억원(+6%QoQ). 원료가 변동이 판가에 전가되는 기간이 2~3개월 소요되는 영업 환경하에, 최근 유가 하락으로 수익성 개선.

(다음 페이지에 계속)

▶ 종목 정보

BUY		
목표주가	140,000원	25.6%
현재주가	111,500원	
시가총액	18.8조원	
주식수 (유동주식 비중)	169,052,788주 (45.4%)	
52주 최저/최고	81,100원/139,200원	
60일-평균거래대금	359.4억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
SK이노베이션 (%)	7.9	-2.5	-12.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	-12.3	-38.7	-56.2

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	140,000	130,000	7.7%
2025E EPS	-20,224	-10,100	nm
2026E EPS	3,184	2,992	6.4%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	17
목표주가	138,750
추천 점수	3.5

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

분기 실적

(십억원)	4Q25	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	19,671.3	1.4	-3.7	-7.9	-2.3
영업이익	294.7	84.3	-49.7	14.9	-10.7
세전이익	-4,362.7	적지	적전	nm	nm
순이익	-4,154.0	적지	적지	nm	nm
이익률 (%)					
영업이익	1.5				
세전이익	-22.2				
순이익	-21.1				

자료: SK이노베이션, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2024	2025E	2026E
Valuation (배)			
P/E	n/a	n/a	35.0
P/B	0.7	0.7	0.8
EV/EBITDA	25.6	19.3	11.6
Div yield (%)	1.8	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	적전	적지	흑전
ROE (%)	-9.6	-13.5	2.3
주당지표 (원)			
EPS	-21,236	-20,224	3,184
BVPS	165,656	138,174	141,425
DPS	2,000	0	0

- **E&P 부문:** 영업이익은 810억원(-9%QoQ). 분기 평균 국제 유가가 전분기 대비 하락하여(70.1달러→63.8달러) 수익성 둔화.
- **배터리:** 영업이익은 -4,414억원(-3,166억원QoQ). ASP는 전분기 대비 1% 상승했으나, 출하량은 미국 전기차 보조금 폐지 영향으로 역성장 심화(-19%QoQ). 특히 미국 출하량은 전분기 급감(-36%QoQ)에 이어 추가 급감했으며(-44%QoQ), 미국 외 출하량도-10%QoQ를 기록. 미국 판매 급감 영향으로 IRA AMPC는 1,013억원(-42%QoQ; 추정 생산량: 1.6GWh)으로 2Q25(추정 생산량: 4.3GWh)를 정점으로 3Q25(추정 생산량: 2.8GWh) 및 4Q25(추정 생산량: 1.6GWh) 판매 급감 지속.
- **SK이노베이션 E&S:** 영업이익은 1,176억원(-54%QoQ; 영업이익률 3.9%). 도시가스 판매 성수기 진입하기 시작했으나, SMP 하락(3Q25 117원→4Q25 96원)에 따른 LNG 밸류체인 이익 감소로 전분기 대비 이익 둔화.

1Q26 preview, 컨센서스 상회 전망: 영업이익은 4,857억원(+65%QoQ)으로 컨센서스(3,472억원/+40%, FnGuide) 크게 상회 전망. 정유 사업의 영업이익은 4,019억원(-15%QoQ)으로 예상되는데, 스팟 정제마진 하락에도 불구하고 전분기 재고평가 손실(1,167억원) 소멸 효과로 견조한 이익 지속. 화학 영업이익은 301억원으로 흑자 전환 기대되고, E&S 영업이익(2,463억원; +110%QoQ)도 도시가스 성수기 효과 및 전력 판매량 확대로 크게 개선 전망. 배터리 사업의 매출액 및 영업이익은 각각 1.58조원(+8%QoQ) 및 -3,566억원(+848억원QoQ; OPM -22.6%) 예상. 전체 판매량은 9%QoQ 회복 전망. 미국 판매는 전분기 재고소진 극대화 이후 일부 회복세가 나타날 전망이며(+19%QoQ), 미국 외 판매도 2개 분기 하락세 이후 회복 전망(+7%QoQ). 이에 따라 IRA AMPC도 1,203억원(+19%QoQ; 추정 출하량 1.8GWh)으로 2개 분기 급감 후 소폭 회복 예상.

SK이노베이션: SOTP Valuation

(십억원)	12MF EBITDA	Multiples (x)	EV	설명
영업 가치 (A)				
정유	1,924	6.2	11,865	Peers (글로벌 정유업체); **상향(5.9배→6.2배)**
석유화학	440	8.5	3,736	Peers (국내외 NCC/ECC업체); **상향(7.9배→8.5배)**
윤활기유	910	6.2	5,612	Peers (글로벌 정유업체); **상향(5.9배→6.2배)**
E&P	1,138	6.4	7,273	Peers (글로벌 E&P업체); **상향(5.8배→6.4배)**
IE Technology			357	SK IET 주가 기준 지분 가치에 70% 할인; **상향(3,060억원→3,570억원)**
배터리				**2026년 EBITDA(IRA AMPC 제외)이 적자로 예상되기에 배제**
E&S	1,320	8.5	11,237	Peers (글로벌 LNG 생산/발전업체); **상향(7.8배→8.5배)**
합계	**5,732**	**7.0**	**40,080**	**12MF EBITDA 5% 상향(5.45조원→5.73조원)**
자산 가치 (B)			**6,956**	투자 자산 30% 할인
순차입금 (C)			**23,626**	2026년 말* 당사 추정 기준; **AMPC 세제 혜택의 100%**를 반영**
우선주 시가총액 (D)			**88**	1/28일 종가 기준
적정 시가총액 (E = A + B - C - D)			**23,322**	
총 주식 수 (천주)			170,301	
적정 주가 (원)			136,946	
목표주가 (원)			**140,000**	**8% 상향(13만원→14만원)**
현재 주가 (원)			111,500	1/27일 종가 기준
상승 여력 (%)			25.6	
2026 implied P/E (x)			44.0	
2027 implied P/E (x)			22.2	
2026 implied P/B (x)			1.0	
2027 implied P/B (x)			0.9	

참고: * Ford JV 청산에 따른 부채 감소 효과 반영
** IRA AMPC로 유입될 지배주주 기준 현금흐름을 2025년 초 기준으로 현재가치 계산(할인율 5%). 현재가치 기준 총 5.2조원(기존 5.6조원에서 하향)의 현금 유입 기대.
IRA AMPC 현금 유입액의 급감은 Ford JV 청산 과정에서 2개 공장으로부터 수취할 AMPC 제외했기 때문.

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

SK이노베이션: 4Q25 실적 전망

(십억원)	4Q25	3Q25	4Q24	Consensus	Samsung	증감 (%)			
						QoQ	YoY	Consensus	Samsung
매출액	19,671	20,419	19,406	20,124	21,348	-3.7	1.4	-2.3	-7.9
영업이익	295	586	160	330	257	-49.7	84.3	-10.7	14.9
세전계속사업이익	-4,363	89	-1,141	12	-135	BR	RR	BR	RR
순이익	-4,154	-94	-1,047	-17	-111	RR	RR	RR	RR
지배주주순이익	-2,107	-108	-998	-52	-105	RR	RR	RR	RR
이익률 (%)									
영업이익	1.5	2.9	0.8	1.6	1.2				
세전계속사업이익	-22.2	0.4	-5.9	0.1	-0.6				
순이익	-21.1	-0.5	-5.4	-0.1	-0.5				
지배주주순이익	-10.7	-0.5	-5.1	-0.3	-0.5				

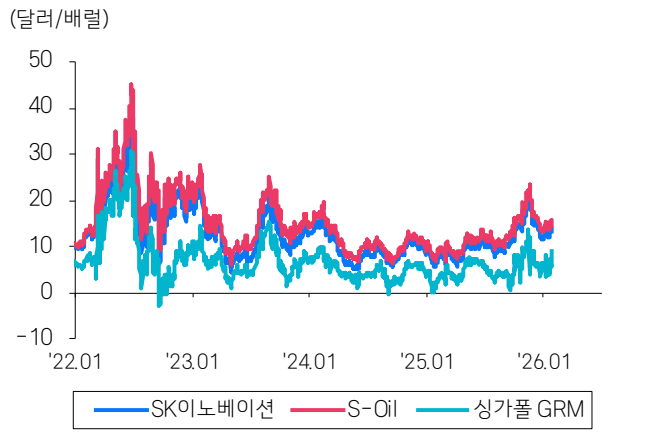
자료: SK이노베이션, FnGuide, 삼성증권 추정

SK이노베이션: 4Q25 사업부별 실적 전망

(십억원)	4Q25	3Q25	4Q24	성장률 (% q-q)	성장률 (% y-y)
매출액	**19,671**	**20,419**	**19,406**	**-3.7**	**1.4**
Refining	11,711	12,422	11,687	-5.7	0.2
Petrochemical	2,121	2,301	2,373	-7.8	-10.6
Lubricants	990	981	971	0.9	1.9
E&P	323	320	379	0.8	-14.9
IE Technology	42	79	59	-47.1	-29.4
Battery	1,457	1,808	1,599	-19.4	-8.9
E&S	3,038	2,528	2,354	20.2	29.1
Others	-10	-19	-16	RR	RR
영업이익	**295**	**586**	**160**	**-49.7**	**84.3**
Refining	475	304	342	56.1	38.7
Petrochemical	-9	-25	-84	RR	RR
Lubricants	181	171	140	6.1	29.7
E&P	81	89	146	-9.3	-44.5
IE Technology	-75	-50	-74	RR	RR
Battery	-441	-125	-359	RR	RR
E&S	118	255	123	-54.0	-4.7
Others	-34	-34	-73	RR	RR
세전이익	-4,363	89	-1,141	BR	RR
당기순이익	**-4,154**	**-94**	**-1,047**	**RR**	**RR**
이익률 (%)					
영업이익	1.5	2.9	0.8		
Refining	4.1	2.4	2.9		
Petrochemical	-0.4	-1.1	-3.5		
Lubricants	18.3	17.4	14.4		
E&P	25.1	27.9	38.5		
IE Technology	-179.8	-63.3	-125.2		
Battery	-30.3	-6.9	-22.5		
E&S	3.9	10.1	5.2		
세전이익	-22.2	0.4	-5.9		
당기순이익	-21.1	-0.5	-5.4		

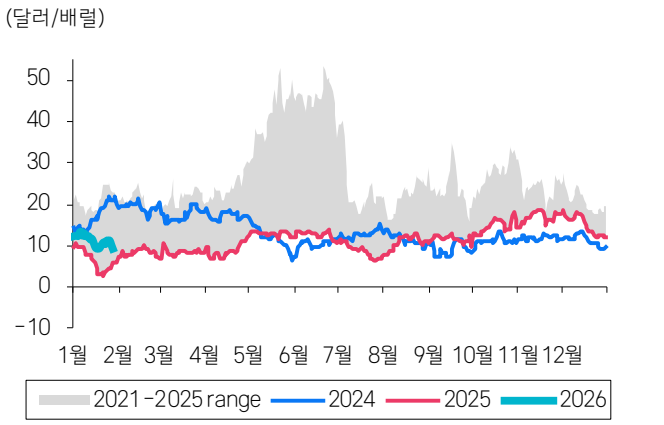
자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

국내 정유 2사: 종합 마진 추이



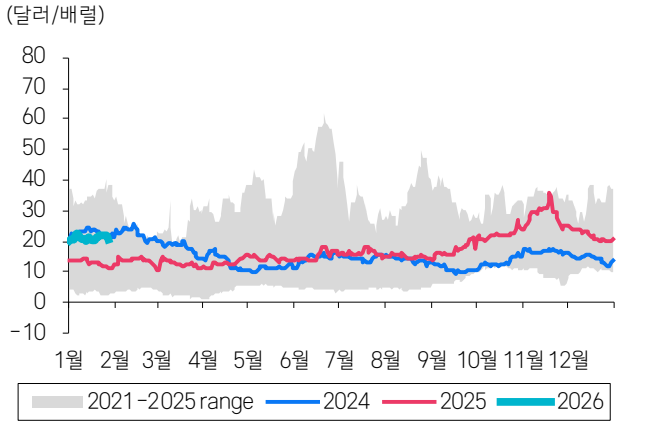
자료: 각 사, Datastream, 삼성증권

가솔린-두바이 원유 스프레드 (spot)



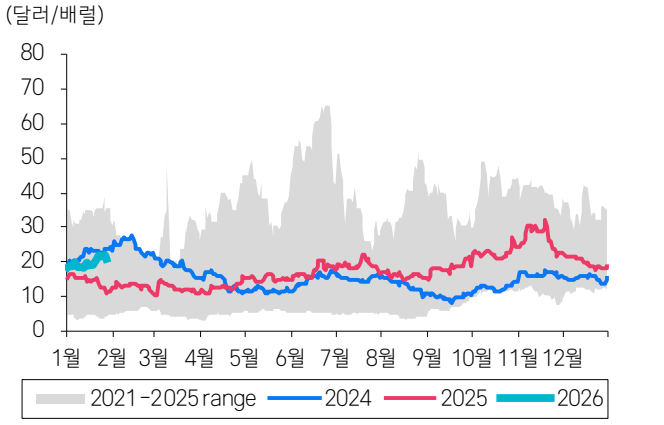
자료: Petronet, 삼성증권

등유-두바이 원유 스프레드 (spot)



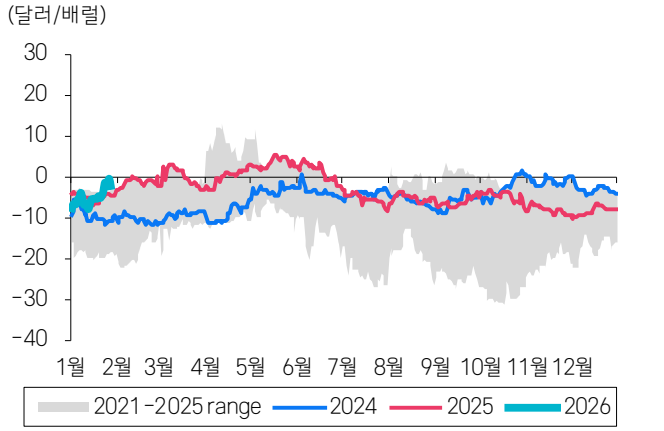
자료: Petronet, 삼성증권

디젤-두바이 원유 스프레드 (spot)



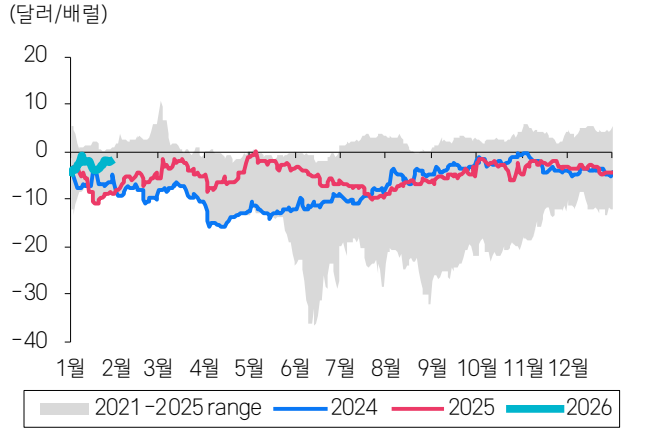
자료: Petronet, 삼성증권

HSFO-두바이 원유 스프레드 (spot)



자료: Petronet, 삼성증권

나프타-두바이 원유 스프레드 (spot)



자료: Petronet, 삼성증권

SK온: IRA 정책 시행에 따른 세제 혜택 분석

(GWh)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Total
IRA 첨단 제조 생산 세액공제 혜택												
배터리 셀 (달러/kWh)		35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	26.3	17.5	8.8	
배터리 모듈 (달러/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												
Total	10	22	22	31	31	49	49	66	66	66	66	
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%)				9								
BlueOvalSK #2 (50%)						5	5	22	22	22	22	
BlueOvalSK #3 (50%)												
HMC JV (50%)					9	22	22	22	22	22	22	
SK온 미국 배터리 설비 가동률												
Total	35%	47%	22%	36%	27%	31%	43%	47%	68%	80%	80%	
Georgia #1 (100%)	35%	44%	23%	51%	35%	49%	56%	63%	73%	73%	73%	
Georgia #2 (100%)	0%	50%	20%	51%	35%	49%	56%	63%	73%	73%	73%	
BlueOvalSK #1 (50%)				1%								
BlueOvalSK #2 (50%)						3%	23%	38%	58%	73%	73%	
BlueOvalSK #3 (50%)												
HMC JV (50%)					5%	19%	34%	54%	74%	94%	94%	
SK온 미국 배터리 생산 실적												
Total	4	10	5	11	8	15	21	31	45	52	52	
Georgia #1 (100%)	4	4	2	5	4	5	6	6	7	7	7	
Georgia #2 (100%)	0	6	2	6	4	6	7	8	9	9	9	
BlueOvalSK #1 (50%)				0	0							
BlueOvalSK #2 (50%)						0	1	5	13	16	16	
BlueOvalSK #3 (50%)												
HMC JV (50%)					0	4	7	12	16	21	21	
SK온 IRA 세제 혜택 (백만달러; 연결 기준)												
합계		470	213	507	368	632	861	1,261	1,391	1,078	539	7,321
셀		365	166	395	289	524	728	1,073	1,176	919	459	6,095
모듈		104	47	113	78	108	133	188	215	160	80	1,226
SK온 IRA 세제 혜택 (십억원; 연결 기준)												
합계		614	291	722	507	790	1,077	1,576	1,739	1,348	674	9,337
셀		477	226	561	399	655	910	1,341	1,470	1,148	574	7,763
모듈		136	65	160	108	135	167	235	268	199	100	1,574
SK온 IRA 세제 혜택 (백만달러; 지배주주 기준)												
합계		470	213	506	357	556	705	940	965	718	359	5,791
셀		365	166	394	279	449	578	777	798	599	299	4,704
모듈		104	47	113	78	107	128	163	167	120	60	1,086
SK온 IRA 세제 혜택 (십억원; 지배주주 기준)												
합계		614	291	720	492	695	882	1,175	1,206	898	449	7,422
셀		477	226	560	385	561	722	971	997	749	374	6,024
모듈		136	65	160	107	134	160	204	209	150	75	1,399
SK온 현재가치 할인 기준* IRA 세제 혜택 (십억원; 지배주주 기준)												
합계		614	291	686	447	601	725	920	900	638	304	6,126
셀		477	226	534	350	485	594	761	744	532	253	4,956
모듈		136	65	152	97	116	131	159	156	106	51	1,170

참고: * 2025년 초 기준이며, 할인율은 5% 적용
자료: 삼성증권 추정

SK온: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
원/달러 (평균)	1,453	1,401	1,387	1,449	1,450	1,400	1,350	1,315	1,365	1,422	1,379	1,315
매출액	**14,877**	**13,682**	**14,496**	**15,059**	**14,429**	**14,041**	**13,592**	**13,292**	**14,035**	**58,115**	**55,354**	**54,629**
성장률 (%q-q)	58.8	-8.0	5.9	3.9	-4.2	-2.7	-3.2	-2.2				
성장률 (%y-y)	783.7	780.8	913.1	60.8	-3.0	2.6	-6.2	-11.7	8.8	314.1	-4.8	-1.3
1. 배터리	1,605	2,108	1,808	1,457	1,577	1,656	1,622	1,766	6,267	6,978	6,622	8,341
성장률 (%q-q)	0.4	31.3	-14.2	-19.4	8.2	5.0	-2.1	8.9				
성장률 (%y-y)	-4.6	35.7	26.4	-8.8	-1.8	-21.4	-10.3	21.2	-51.4	11.4	-5.1	26.0
2. 트레이딩 인터/엔텀	13,272	11,575	12,688	13,602	12,852	12,385	11,970	11,525	7,768	51,137	48,732	46,289
성장률 (%q-q)	70.8	-12.8	9.6	7.2	-5.5	-3.6	-3.3	-3.7				
성장률 (%y-y)	RR	RR	RR	75.1	-3.2	7.0	-5.7	-15.3		558.3	-4.7	-5.0
EBITDA	**86**	**332**	**314**	**34**	**119**	**260**	**316**	**409**	**-303**	**766**	**1,104**	**2,135**
성장률 (%q-q)	RB	283.7	-5.3	-89.1	247.4	118.7	21.7	29.6				
성장률 (%y-y)	RB	RB	44.2	RB	37.4	-21.7	0.6	1,098.3	RR	RB	44.1	93.5
영업이익	**-163**	**62**	**17**	**-289**	**-213**	**-84**	**-37**	**44**	**-1,087**	**-374**	**-290**	**553**
성장률 (%q-q)	RR	RB	-72.6	BR	RR	RR	RR	RB				
성장률 (%y-y)	RR	RB	-29.7	RR	RR	BR	BR	RB	RR	RR	RR	RB
1. 배터리	-299	-66	-125	-441	-357	-223	-171	-85	-1,127	-932	-835	35
성장률 (%q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (%y-y)	RR	RR	BR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR
1-1. 배터리	-470	-340	-298	-543	-477	-335	-295	-233	-1,419	-1,651	-1,340	-796
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
1-2. IRA AMPC	171	273	173	101	120	112	124	149	292	719	505	831
성장률 (%q-q)	110.1	60.1	-36.7	-41.5	18.8	-6.9	10.9	19.6				
성장률 (%y-y)	343.1	144.5	185.1	24.6	-29.6	-59.1	-28.3	46.6	-52.6	145.8	-29.7	64.6
2. 트레이딩 인터/엔텀	136	128	142	152	144	138	134	129	40	558	544	517
성장률 (%q-q)	236.2	-5.8	10.6	7.2	-5.5	-3.6	-3.3	-3.7				
성장률 (%y-y)				275.4			-5.7			1,278.4	-2.4	-5.0
세전이익	**-307**	**-464**	**-235**	**-1,119**	**-514**	**-386**	**-339**	**-257**	**-2,330**	**-1,507**	**-1,496**	**-712**
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	**-254**	**-446**	**-176**	**-842**	**-387**	**-290**	**-255**	**-194**	**-2,062**	**-1,101**	**-1,125**	**-535**
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	-242	-139	-80	-802	-444	-333	-292	-222	-1,984	-1,262	-1,290	-614
이익률 (%)												
EBITDA	0.6	2.4	2.2	0.2	0.8	1.8	2.3	3.1	-2.2	1.3	2.0	3.9
영업이익	-1.1	0.5	0.1	-1.9	-1.5	-0.6	-0.3	0.3	-7.7	-0.6	-0.5	1.0
배터리 (IRA AMPC 포함)	-18.6	-3.2	-6.9	-30.3	-22.6	-13.4	-10.5	-4.8	-18.0	-13.4	-12.6	0.4
배터리 (IRA AMPC 제외)	-29.3	-16.1	-16.5	-37.2	-30.2	-20.2	-18.2	-13.2	-22.7	-23.7	-20.2	-9.5
트레이딩 인터/엔텀	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	0.5	1.1	1.1	1.1
세전이익	-2.1	-3.4	-1.6	-7.4	-3.6	-2.7	-2.5	-1.9	-16.6	-2.6	-2.7	-1.3
순이익	-1.7	-3.3	-1.2	-5.6	-2.7	-2.1	-1.9	-1.5	-14.7	-1.9	-2.0	-1.0

자료: SK온, 삼성증권 추정

SK이노베이션 E&S: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
원/달러 (평균)	1,453	1,401	1,387	1,449	1,450	1,400	1,350	1,315	1,365	1,422	1,379	1,315
매출액	**3,752**	**2,545**	**2,528**	**3,038**	**3,419**	**3,059**	**2,326**	**2,335**	**11,697**	**11,863**	**11,139**	**11,403**
성장률 (%q-q)	19.7	-32.2	-0.7	20.2	12.5	-10.5	-24.0	0.4				
성장률 (%y-y)	5.1	9.2	-5.1	-3.1	-8.9	20.2	-8.0	-23.1	4.7	1.4	-6.1	2.4
LNG V/C	1,757	1,553	1,760	1,698	1,498	1,634	1,566	1,523	6,647	6,768	6,221	6,221
성장률 (%q-q)	5.1	-11.6	13.3	-3.5	-11.8	9.1	-4.1	-2.8				
성장률 (%y-y)	2.9	9.5	-4.8	1.5	-14.7	5.2	-11.0	-10.3	11.3	1.8	-8.1	0.0
도시가스	1,995	993	768	1,340	1,921	1,425	760	812	5,050	5,095	4,918	5,182
성장률 (%q-q)	36.4	-50.2	-22.6	74.4	43.4	-25.8	-46.7	6.9				
성장률 (%y-y)	7.2	8.8	-5.7	-8.4	-3.7	43.6	-1.1	-39.4	-2.8	0.9	-3.5	5.4
EBITDA	**372**	**236**	**376**	**262**	**409**	**312**	**298**	**302**	**1,672**	**1,245**	**1,320**	**1,386**
성장률 (%q-q)	41.1	-36.5	59.1	-30.2	56.0	-23.8	-4.5	1.4				
성장률 (%y-y)	-40.7	-22.3	-21.5	-0.5	10.1	32.1	-20.7	15.2	-10.2	-25.5	6.0	5.0
영업이익	**193**	**115**	**255**	**118**	**246**	**166**	**187**	**191**	**1,116**	**681**	**791**	**843**
성장률 (%q-q)	69.1	-40.5	122.1	-54.0	109.5	-32.5	12.6	2.0				
성장률 (%y-y)	-57.7	-40.4	-27.4	3.0	27.5	44.6	-26.7	62.3	-16.2	-38.9	16.1	6.7
LNG V/C	71	79	251	98	142	125	182	176	951	498	625	656
성장률 (%q-q)	-23.4	11.8	217.6	-60.9	45.4	-11.9	44.9	-3.2				
성장률 (%y-y)	-79.6	-53.4	-27.0	6.3	101.8	58.9	-27.5	79.6	-19.6	-47.6	25.5	4.9
도시가스	123	36	5	20	104	41	6	15	165	183	166	187
성장률 (%q-q)	454.8	-70.6	-86.7	310.4	427.8	-60.6	-86.4	170.3				
성장률 (%y-y)	10.7	54.7	-42.7	-10.9	-15.2	13.3	16.2	-23.5	10.1	11.4	-9.6	13.3
이익률 (%)												
EBITDA	9.9	9.3	14.9	8.6	12.0	10.2	12.8	12.9	14.3	10.5	11.9	12.2
영업이익	5.1	4.5	10.1	3.9	7.2	5.4	8.0	8.2	9.5	5.7	7.1	7.4
LNG V/C	4.0	5.1	14.2	5.8	9.5	7.7	11.6	11.5	14.3	7.4	10.0	10.5
도시가스	6.1	3.6	0.6	1.5	5.4	2.9	0.7	1.9	3.3	3.6	3.4	3.6

자료: SK이노베이션 E&S, 삼성증권 추정

SK이노베이션: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
원/달러 (평균)	1,453	1,401	1,387	1,449	1,450	1,400	1,350	1,315	1,365	1,422	1,379	1,315
매출액	**21,147**	**19,059**	**20,419**	**19,671**	**20,096**	**18,760**	**18,412**	**18,256**	**74,717**	**80,296**	**75,524**	**75,905**
성장률 (%q-q)	9.0	-9.9	7.1	-3.7	2.2	-6.6	-1.9	-0.8				
성장률 (%y-y)	12.2	1.4	15.6	1.4	-5.0	-1.6	-9.8	-7.2	-3.3	7.5	-5.9	0.5
Refining	11,918	11,119	12,422	11,711	11,719	10,999	11,161	11,011	49,840	47,170	44,889	43,379
Petrochemical	2,477	2,269	2,301	2,121	2,069	1,959	1,916	1,811	10,352	9,168	7,755	7,486
Lubricants	972	894	981	990	1,039	830	1,090	1,041	4,235	3,836	4,001	4,132
E&P	383	342	320	323	311	300	289	282	1,477	1,368	1,182	1,137
IE Technology	58	83	79	42	50	59	64	74	218	262	246	319
Battery	1,605	2,108	1,808	1,457	1,577	1,656	1,622	1,766	6,267	6,978	6,622	8,341
E&S	3,752	2,545	2,528	3,038	3,419	3,059	2,326	2,335	10,916	11,863	11,139	11,403
영업이익	**-45**	**-388**	**586**	**295**	**486**	**492**	**526**	**559**	**315**	**448**	**2,064**	**2,692**
성장률 (%q-q)	BR	RR	RB	-49.7	64.8	1.3	7.0	6.3				
성장률 (%y-y)	BR	RR	RB	84.3	RB	RB	-10.1	89.8	-83.4	42.0	360.6	30.4
Refining	36	-466	304	475	402	369	318	278	461	349	1,367	1,082
성장률 (%q-q)	-89.4	BR	RB	56.1	-15.4	-8.2	-13.7	-12.8				
성장률 (%y-y)	-93.9	BR	RB	38.7	1,007.1	RB	4.7	-41.5	-43.1	-24.3	291.6	-20.9
Petrochemical	-114	-119	-25	-9	30	3	18	18	125	-266	69	48
성장률 (%q-q)	RR	RR	RR	RR	RB	-91.3	589.0	-0.2				
성장률 (%y-y)	BR	BR	RR	RR	RB	RB	RB	RB	-75.7	BR	RB	-29.6
Lubricants	121	135	171	181	159	152	186	169	687	608	666	596
성장률 (%q-q)	-13.0	10.9	26.7	6.1	-12.0	-4.5	22.6	-9.6				
성장률 (%y-y)	-44.9	-11.7	-2.2	29.7	31.1	12.9	9.2	-6.9	-31.2	-11.5	9.6	-10.5
E&P	120	109	89	81	84	81	78	74	573	400	317	317
성장률 (%q-q)	-17.5	-9.5	-18.1	-9.3	4.0	-3.4	-3.6	-6.2				
성장률 (%y-y)	-22.0	-23.3	-31.9	-44.5	-30.1	-25.4	-12.2	-9.2	55.7	-30.3	-20.6	-0.3
IE Technology	-55	-54	-50	-75	-40	-36	-23	-25	-283	-234	-125	-26
성장률 (%q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (%y-y)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	BR	RR	RR	RR
Battery	-299	-66	-125	-441	-357	-223	-171	-85	-1,127	-932	-835	35
성장률 (%q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (%y-y)	RR	RR	BR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RB
E&S	193	115	255	118	246	166	187	191	1,125	681	791	843
성장률 (%q-q)	56.6	-40.5	122.1	-54.0	109.5	-32.5	12.6	2.0				
성장률 (%y-y)	-57.7	-40.4	-27.4	-4.7	27.5	44.6	-26.7	62.3	-15.5	-39.4	16.1	6.7
세전이익	-332	-1,214	89	-4,363	105	286	320	312	-2,380	-5,820	1,023	1,590
성장률 (%q-q)	RR	RR	RB	BR	RB	171.3	12.2	-2.7				
성장률 (%y-y)	BR	RR	RB	RR	RB	RB	261.2	RB	BR	RR	RB	55.5
순이익	**-126**	**-1,032**	**-94**	**-4,154**	**98**	**265**	**297**	**290**	**-2,372**	**-5,406**	**950**	**1,509**
성장률 (%q-q)	RR	RR	RR	RR	RB	171.3	12.2	-2.7				
성장률 (%y-y)	RR	RR	RR	RR	RB	RB	RB	RB	BR	RR	RB	58.8
지배주주순이익	-229	-772	-108	-2,107	58	152	171	161	-2,260	-3,216	542	1,075
이익률 (%)												
영업이익	-0.2	-2.0	2.9	1.5	2.4	2.6	2.9	3.1	0.4	0.6	2.7	3.5
Refining	0.3	-4.2	2.4	4.1	3.4	3.4	2.9	2.5	0.9	0.7	3.0	2.5
Petrochemical	-4.6	-5.2	-1.1	-0.4	1.5	0.1	0.9	1.0	1.2	-2.9	0.9	0.6
Lubricants	12.5	15.1	17.4	18.3	15.3	18.3	17.1	16.2	16.2	15.8	16.6	14.4
E&P	31.4	31.9	27.9	25.1	27.1	27.1	27.1	26.1	38.8	29.2	26.9	27.9
IE Technology	-94.1	-64.9	-63.3	-179.8	-81.1	-61.1	-36.1	-34.1	-129.8	-89.3	-50.6	-8.3
Battery	-18.6	-3.2	-6.9	-30.3	-22.6	-13.4	-10.5	-4.8	-18.0	-13.4	-12.6	0.4
E&S	5.1	4.5	10.1	3.9	7.2	5.4	8.0	8.2	10.3	5.7	7.1	7.4
세전이익	-1.6	-6.4	0.4	-22.2	0.5	1.5	1.7	1.7	-3.2	-7.2	1.4	2.1
순이익	-0.6	-5.4	-0.5	-21.1	0.5	1.4	1.6	1.6	-3.2	-6.7	1.3	2.0

자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**77,288**	**74,717**	**80,296**	**75,524**	**75,905**
매출원가	72,274	70,678	76,310	69,934	70,007
매출총이익	**5,014**	**4,039**	**3,986**	**5,590**	**5,898**
(매출총이익률, %)	6.5	5.4	5.0	7.4	7.8
판매 및 일반관리비	3,727	4,016	4,257	4,031	4,038
영업이익	**1,904**	**315**	**448**	**2,064**	**2,692**
(영업이익률, %)	2.5	0.4	0.6	2.7	3.5
영업외손익	**-972**	**-2,695**	**-6,268**	**-1,041**	**-1,101**
금융수익	5,243	4,651	1,728	2,214	2,033
금융비용	6,178	6,398	3,073	2,817	2,915
지분법손익	133	-430	-142	-71	-35
기타	-170	-518	-4,781	-367	-184
세전이익	**932**	**-2,380**	**-5,820**	**1,023**	**1,590**
법인세	377	-7	-414	73	81
(법인세율, %)	40.5	0.3	7.1	7.1	5.1
계속사업이익	555	-2,372	-5,406	950	1,509
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**555**	**-2,372**	**-5,406**	**950**	**1,509**
(순이익률, %)	0.7	-3.2	-6.7	1.3	2.0
지배주주순이익	256	-2,260	-3,216	542	1,075
비지배주주순이익	299	-113	-2,191	408	433
EBITDA	3,317	2,478	3,043	5,270	6,017
(EBITDA 이익률, %)	4.3	3.3	3.8	7.0	7.9
EPS (지배주주)	2,624	-21,236	-20,224	3,184	6,314
EPS (연결기준)	5,682	-22,294	-34,001	5,578	8,859
수정 EPS (원)*	2,624	-21,236	-20,224	3,184	6,314

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**33,280**	**36,318**	**37,482**	**37,012**	**39,406**
현금 및 현금등가물	13,074	15,865	19,149	19,769	22,076
매출채권	5,929	7,038	6,508	6,121	6,152
재고자산	11,123	10,336	9,040	8,503	8,546
기타	3,153	3,080	2,785	2,620	2,633
비유동자산	**47,556**	**74,212**	**77,592**	**77,793**	**77,687**
투자자산	6,730	10,467	11,158	10,567	10,614
유형자산	35,843	56,720	59,702	60,754	60,833
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**	**115,074**	**114,805**	**117,094**
유동부채	**29,399**	**37,726**	**39,493**	**38,558**	**38,991**
매입채무	8,534	9,912	10,652	10,019	10,070
단기차입금	8,185	12,051	12,051	12,051	12,051
기타 유동부채	12,680	15,762	16,790	16,487	16,870
비유동부채	**21,416**	**33,156**	**39,721**	**39,437**	**39,784**
사채 및 장기차입금	17,715	27,032	27,332	27,632	27,932
기타 비유동부채	3,702	6,123	12,389	11,805	11,852
부채총계	**50,816**	**70,881**	**79,215**	**77,995**	**78,775**
지배주주지분	**22,203**	**24,641**	**23,043**	**23,585**	**24,660**
자본금	510	786	876	876	876
자본잉여금	10,396	12,747	14,657	14,657	14,657
이익잉여금	11,253	8,231	4,718	5,260	6,336
기타	45	2,877	2,792	2,792	2,792
비지배주주지분	**7,817**	**15,007**	**12,817**	**13,225**	**13,658**
자본총계	**30,020**	**39,649**	**35,860**	**36,810**	**38,319**
순부채	17,528	31,534	28,830	28,847	27,172

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**5,368**	**2,233**	**7,871**	**3,878**	**5,792**
당기순이익	555	-2,372	-5,406	950	1,509
현금유출입이없는 비용 및 수익	2,703	4,543	2,904	3,682	4,218
유형자산 감가상각비	1,821	2,125	3,021	3,451	3,925
무형자산 상각비	209	330	293	260	231
기타	673	2,088	-410	-30	61
영업활동 자산부채 변동	3,766	1,674	9,874	-767	61
투자활동에서의 현금흐름	**-11,244**	**-7,295**	**-6,018**	**-4,358**	**-4,038**
유형자산 증감	-11,217	-9,956	-6,003	-4,503	-4,004
장단기금융자산의 증감	1,241	-214	-67	57	-5
기타	-1,268	2,874	52	88	-30
재무활동에서의 현금흐름	**9,490**	**7,327**	**2,316**	**608**	**634**
차입금의 증가(감소)	3,700	16,805	614	608	634
자본금의 증가(감소)	2,239	2,628	2,000	0	0
배당금	-314	-314	-298	0	0
기타	3,865	-11,792	0	0	0
현금증감	3,595	2,791	3,284	620	2,307
기초현금	9,479	13,074	15,865	19,149	19,769
기말현금	13,074	15,865	19,149	19,769	22,076
Gross cash flow	**3,258**	**2,170**	**-2,503**	**4,632**	**5,727**
Free cash flow	**-5,870**	**-7,795**	**1,868**	**-625**	**1,788**

재무비율 및 주당지표

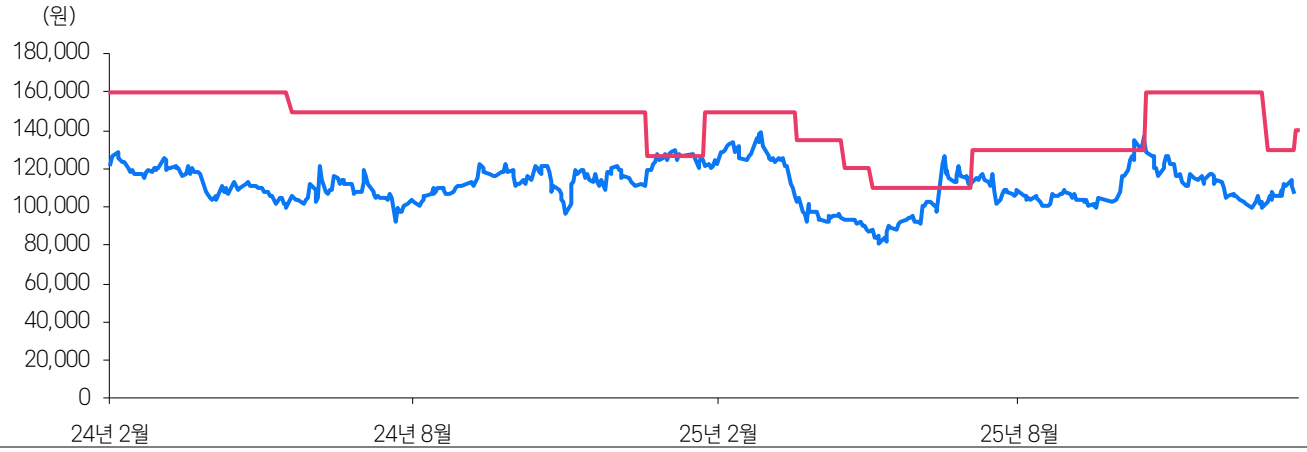
12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-1.0	-3.3	7.5	-5.9	0.5
영업이익	-51.4	-83.4	42.0	360.6	30.4
순이익	-70.7	적전	적지	흑전	58.8
수정 EPS**	-83.9	적전	적지	흑전	98.3
주당지표					
EPS (지배주주)	2,624	-21,236	-20,224	3,184	6,314
EPS (연결기준)	5,682	-22,294	-34,001	5,578	8,859
수정 EPS**	2,624	-21,236	-20,224	3,184	6,314
BPS	230,169	165,656	138,174	141,425	147,874
DPS (보통주)	0	2,000	0	0	2,000
Valuations (배)					
P/E***	53.5	n/a	n/a	35.0	17.7
P/B***	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA	11.9	25.6	19.3	11.6	9.9
비율					
ROE (%)	1.2	-9.6	-13.5	2.3	4.5
ROA (%)	0.7	-2.5	-4.8	0.8	1.3
ROIC (%)	3.0	0.6	0.7	3.1	4.1
배당성향 (%)	0.0	-13.1	0.0	0.0	30.8
배당수익률 (보통주, %)	0.0	1.8	0.0	0.0	1.8
순부채비율 (%)	58.4	79.5	80.4	78.4	70.9
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 2026년 1월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 1월 27일 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	2024/1/5	2/6	6/3	2025/1/3	2/7	4/3	5/2	5/19	7/18	10/31	2026/1/12	1/28
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	210000	160000	150000	127000	150000	135000	120000	110000	130000	160000	130000	140000
괴리율 (평균)	-42.80	-28.30	-25.91	-1.18	-15.83	-28.78	-24.41	-8.33	-15.70	-29.28	-16.60	
괴리율 (최대or최소)	-37.14	-19.44	-18.00	1.89	-7.20	-22.00	-22.08	15.00	5.38	-20.94	-12.23	

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 2025.12.31 기준
매수(85.8%)·중립(14.2%)·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