



BUY (유지)

목표주가(12M) 200,000원(상향)
현재주가(7.15) 117,000원

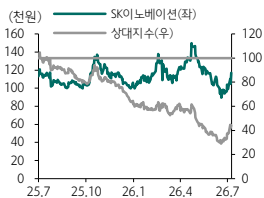
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,284.41
52주 최고/최저(원)	149,800/89,500
시가총액(십억원)	19,779.2
시가총액비중(%)	0.33
발행주식수(천주)	169,052.8
60일 평균 거래량(천주)	656.0
60일 평균 거래대금(십억원)	79.4
외국인지분율(%)	14.39
주요주주 지분율(%)	
SK 외 12 인	52.09
국민연금공단	6.03

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	102,548.9	93,942.6
영업이익(십억원)	5,281.7	3,163.0
순이익(십억원)	2,227.1	1,225.6
EPS(원)	12,184	6,597
BPS(원)	148,677	154,678

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	74,269.6	80,296.1	102,132.3	93,985.1
영업이익	355.7	448.7	6,524.8	6,210.3
세전이익	(2,302.4)	(5,868.8)	5,005.5	5,470.6
순이익	(2,260.0)	(3,347.9)	3,556.4	4,074.5
EPS	(21,236)	(21,056)	20,883	23,925
증감율	적전	적지	흑전	14.57
PER	(5.27)	(4.81)	5.60	4.89
PBR	0.68	0.78	0.78	0.67
EV/EBITDA	25.24	19.25	5.47	5.14
ROE	(9.65)	(14.42)	15.09	14.88
BPS	164,556	129,671	150,555	174,480
DPS	2,000	0	0	0



Analyst 윤재성 jsyoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 7월 16일 | 기업분석_Earnings Preview

SK이노베이션 (096770)

이제는 사야 할 시점(+ TerraPower 탐방기)

2Q26 영업이익 컨센 21% 상회 전망

2Q26 영업이익은 1.8조원(QoQ -16%, YoY 흑전)으로 컨센(1.49조원)을 21% 상회할 전망이다. 석유/화학/E&S의 감익에도 불구하고, 윤활기유가 대폭 개선되며 전사 실적 감익폭은 크지 않을 것이다. 석유사업 영업이익 0.88조원(YoY -56%)을 추정한다. 유가 급락에 따른 일부 재고관련손실 발생 및 역래킹 효과, 내수가격 상한제에 따른 적자 등이 반영된 영향이다. 윤활유 영업이익 0.95조원(OPM 41%)를 추정한다. 이전 호황기인 2021년 평균 OPM 29% 대비 현재 Spot마진이 높다는 점을 감안하면 이 또한 보수적 추정이다. 물량 및 AMPC 증가에 따라 SK온의 영업적자폭(-0.27조원, QoQ +764억원)도 줄어들 전망이다.

2026년 영업이익 사상 최대치 추정. TP 20만원으로 상향 제시

정제마진 강세, 원유 시장의 구조적인 변화에 따른 OSP의 마이너스 국면 진입은 한국 정유사의 실적 개선 및 밸류에이션 Re-rating 요인이다. SK이노베이션의 윤활기유 Capa는 약 8만b/d로 모두 그룹3로 구성되어 있다. 카타르 Pearl GTL의 설비 타격으로 글로벌 그룹3 윤활기유의 최소 10%가 2027년 상반기까지 정상가동이 어렵다는 점을 감안할 때, 윤활기유의 호실적도 당분간 지속된다. 긍정적 영업환경을 반영해 3Q26 영업이익 0.92조원(QoQ -57%, YoY 흑전)을 예상한다. 유가 급락에 따른 재고관련손실과 역래킹 효과가 본격 반영되나 과거 대비 이익의 저점은 높을 수 밖에 없다. 연간 영업이익은 6.5조원(YoY +1,505%)으로 사상 최대치를 추정한다. 2026~27년 추정치를 60% 내외 상향하며 TP도 기존 17만원에서 20만원으로 상향한다. TP는 2026~27년 평균 BPS 16만원에 2017~18년 호황기의 고점 밸류에이션 PBR 1.2배를 적용했다. 당시 영업이익 2~3조원 감안 시 보수적 Target Multiple 산정이다. 최근 S-Oil과의 시총 차이가 역대급 수준인 2~3조원까지 축소되었으나, SK이노베이션의 정유/PX Capa가 2배 가량 크며, 윤활기유 내 그룹3 비중이 100%에 Capa는 약 3배라는 점, E&P사업과 SK E&S의 합병 가치 약 6조원 등을 감안하면 실질적으로 SK이노베이션의 시총은 S-Oil 대비 절대 저평가다. 특히, 윤활기유(SK엔루브)는 2025년 11월 초 SK온에 흡수합병되어 CIC 형태로 운영되는데, 이번 실적 호조 사이클에서 SK온의 재무 부담을 크게 낮출 것으로 기대된다. 절대 실적 강도 및 Peer와의 상대 가치를 감안할 때, 이제는 사야 할 시점이다.

TerraPower, 또 하나의 중장기 성장 동력

SK이노베이션은 소듐냉각고속로(SFR) 기반 비경수형 차세대 SMR 기업 TerraPower 지분 약 5% 내외(추정)를 보유한 2대 주주다. X-Energy의 91억\$(13조원) 상장, Oklo가 79억\$(12조원)에 거래 중임을 감안하면, 초도호기 완공 시점이 가장 앞선 TerraPower의 지분 5%에 대한 가치는 시총 기준 약 6천억 내외다. 향후 사업 성장 과정에서 가치는 더욱 상향될 것이다. TerraPower의 초도호기 완공은 2030년, 상업가동은 2031년이 목표다. 이미 TerraPower는 미국 내 12개 프로젝트에 대한 수주를 완료했고, 이 중 8개는 Meta와의 협업이다. SK이노베이션은 미국에서의 트랙레코드를 기반으로 2030년부터 국내 및 동남아에 진출해 사업을 본격화 할 전망이다. 중장기 성장 동력이 될 TerraPower의 지분 가치에도 주목할 필요가 있다.

도표 1. SK이노베이션 2Q26 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q26F	1Q26	2Q25	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	30,485.9	24,212.1	21,146.6	44.2	25.9	27,759.9	9.8
영업이익	1,809.1	2,162.2	-44.6	흑전	-16.3	1,493.6	21.1
세전이익	1,585.3	1,394.9	-332.4	흑전	13.6	985.3	-37.8
순이익	996.9	964.4	-229.0	흑전	3.4	1,077.7	8.1
영업이익률	5.9	8.9	-0.2	6.1	-3.0	5.4	0.6
세전이익률	5.2	5.8	-1.6	6.8	-0.6	3.5	1.7
순이익률	3.3	4.0	-1.1	4.4	-0.7	3.9	-0.6

자료: 하나증권

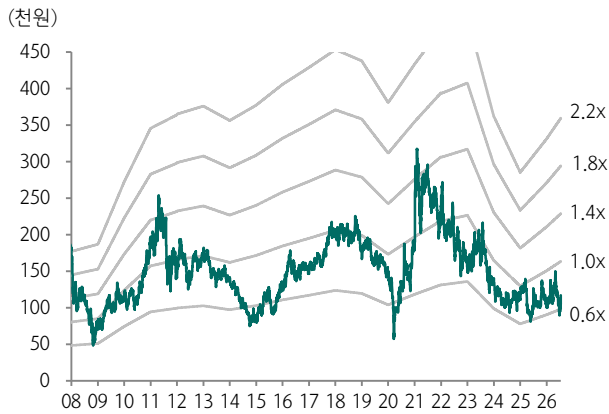
도표 2. SK이노베이션 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2026F			2027F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	102,132.3	104,306.5	-2.1	93,985.1	86,948.7	8.1
영업이익	6,524.8	4,020.7	62.3	6,210.3	3,865.7	60.7
세전이익	5,005.5	2,477.4	102.0	5,470.6	3,066.7	78.4
순이익	3,556.4	1,845.2	92.7	4,074.5	2,284.1	78.4
영업이익률	6.4	3.9	2.5	6.6	4.4	2.2
세전이익률	4.9	2.4	2.5	5.8	3.5	2.3
순이익률	3.5	1.8	1.7	4.3	2.6	1.7

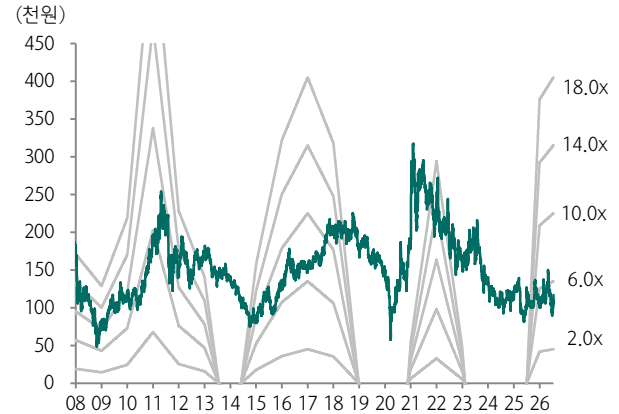
자료: 하나증권

도표 3. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 5. SK이노베이션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
매출액	21,146.6	19,306.6	20,533.2	19,671.3	24,212.1	30,485.9	23,588.5	23,845.8	74,717.0	80,657.7	102,132.3	93,985.1
QoQ(%)	9.0%	-8.7%	6.4%	-4.2%	23.1%	25.9%	-22.6%	1.1%				
YoY(%)	12.2%	2.7%	16.3%	1.4%	14.5%	57.9%	14.9%	21.2%	-3.3%	8.0%	26.6%	-8.0%
기타(배터리/E&P)	2,027.2	2,480.2	2,167.6	1,811.3	2,844.1	2,844.4	3,033.2	3,223.3	7,936.3	8,486.3	11,945.0	15,414.8
E&P	383.1	341.7	320.0	322.7	117.7	155.8	119.4	123.5	1,476.7	1,367.5	516.3	491.7
배터리	1,605.4	2,107.7	1,807.9	1,457.2	1,791.2	1,827.0	2,009.7	2,210.7	6,266.6	6,978.2	7,838.6	11,285.8
소재(LiBs 등)	23.8	19.5	23.5	17.2	35.9	39.5	43.4	47.8	133.4	84.0	166.6	243.9
석유	11,918.1	11,118.7	12,442.1	11,711.4	14,029.1	18,442.1	12,949.0	13,609.3	49,839.9	47,190.3	59,029.5	52,016.9
화학	2,477.0	2,268.6	2,415.2	2,121.1	2,420.5	3,694.8	2,524.9	2,538.4	10,351.7	9,281.9	11,178.6	10,204.5
윤활유	972.2	893.8	980.5	989.6	1,222.3	2,337.2	1,680.1	1,556.0	4,235.4	3,836.1	6,795.6	4,924.0
E&S	3,752.1	2,545.3	2,527.8	3,037.9	3,696.1	3,167.3	3,401.3	2,918.8	2,353.7	11,863.1	13,183.6	11,425.0
영업이익	-44.6	-417.6	573.5	295.3	2,162.2	1,809.1	927.0	1,626.5	315.5	406.6	6,524.8	6,210.3
영업이익률(%)	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.5%	8.9%	5.9%	3.9%	6.8%	0.4%	0.5%	6.4%	6.6%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	-48.5%	632.2%	-16.3%	-48.8%	75.4%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	84.7%	흑전	흑전	61.6%	450.8%	-83.4%	28.9%	1,504.7%	-4.8%
기타(배터리/E&P)	-226.3	-28.6	-69.8	-394.1	-294.1	-197.2	-117.1	-111.8	-798.3	-718.8	-720.1	-250.8
영업이익률(%)	-11.2%	-1.2%	-3.2%	-21.8%	-10.3%	-6.9%	-3.9%	-3.5%	-10.1%	-8.5%	-6.0%	-1.6%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
E&P	120.4	109.0	89.3	81.0	64.7	85.3	65.4	67.5	573.4	399.7	282.9	267.9
배터리	-299.3	-66.4	-124.8	-440.8	-349.2	-272.8	-172.9	-169.7	-1,127.0	-931.3	-964.6	-480.3
소재(LiBs 등)	-54.8	-53.7	-50.1	-75.2	-73.2	-68.7	-71.2	-73.5	-282.7	-233.8	-286.6	-311.5
영업이익률(%)	-230.3%	-275.4%	-213.2%	-437.2%	-203.9%	-173.9%	-163.9%	-153.9%	-211.9%	-278.3%	-172.0%	-127.7%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지
석유	36.3	-466.3	304.2	474.9	1,993.2	881.9	133.9	1,020.4	461.1	349.1	4,029.3	4,409.6
영업이익률(%)	0.3%	-4.2%	2.4%	4.1%	14.2%	4.8%	1.0%	7.5%	0.9%	0.7%	6.8%	8.5%
QoQ(%)	-89.4%	적전	흑전	56.1%	319.7%	-55.8%	-84.8%	662.3%				
YoY(%)	-93.9%	적전	흑전	38.7%	5,390.9%	흑전	-56.0%	114.9%	-43.1%	-24.3%	1,054.2%	9.4%
화학	-114.3	-118.6	-36.8	-8.9	64.6	32.2	85.2	110.7	125.3	-278.6	292.6	544.1
영업이익률(%)	-4.6%	-5.2%	-1.5%	-0.4%	2.7%	0.9%	3.4%	4.4%	1.2%	-3.0%	2.6%	5.3%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	-50.1%	164.2%	29.9%				
YoY(%)	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-75.7%	적전	흑전	85.9%
윤활유	121.4	134.6	170.6	181.0	188.5	950.9	580.0	492.8	686.7	607.6	2,212.2	1,159.5
영업이익률(%)	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	15.4%	40.7%	34.5%	31.7%	16.2%	15.8%	32.6%	23.5%
QoQ(%)	-13.0%	10.9%	26.7%	6.1%	4.1%	404.4%	-39.0%	-15.0%				
YoY(%)	-44.9%	-11.7%	-2.2%	29.7%	55.3%	606.4%	240.0%	172.3%	-31.2%	-11.5%	264.1%	-47.6%
E&S	193.1	115.0	255.4	117.6	283.2	209.9	316.3	188.0	123.4	681.1	997.4	659.4
영업이익률(%)	5.1%	4.5%	10.1%	3.9%	7.7%	6.6%	9.3%	6.4%	5.2%	5.7%	7.6%	5.8%
QoQ(%)	56.5%	-40.4%	122.1%	-54.0%	140.8%	-25.9%	50.7%	-40.6%				
YoY(%)	적지	적지	적지	-4.7%	46.7%	82.6%	23.8%	59.8%	적지	451.9%	46.4%	-33.9%
당기순이익	-125.6	-1,032.2	-94.3	-4,184.4	896.1	1,204.2	518.8	1,088.9	-2,372.5	-5,436.4	3,629.0	4,157.6
당기순이익률(%)	-0.6%	-5.3%	-0.5%	-21.3%	3.7%	3.9%	2.2%	4.6%	-3.2%	-6.7%	3.6%	4.4%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	34.4%	-56.9%	109.9%				
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	14.6%
지배순이익	-229.0	-772.2	-107.9	-2,238.8	964.4	996.9	508.4	1,086.7	-2,260.0	-3,347.9	3,556.4	4,074.5

자료: 하나증권

[TerraPower 탐방기]

1) TerraPower 개요

5월 말 와이오밍주
사이트 방문

하나증권은 5월 말 미국 와이오밍주 Kemmerer에 위치한 TerraPower의 SMR 실증로 구축 사이트를 방문해 향후 전망과 SK이노베이션과의 시너지 창출 가능성에 대한 경영진의 깊이 있는 의견을 들을 수 있었다.

TerraPower
연혁과
향후 사업 방향

TerraPower는 2008년 차세대 원전 기술 설계 기업으로 설립되었으며, 2020년 미국 에너지부(DOE) 지원 대상으로 선정되며 2030년 상용화를 목표로 2021년 미국 와이오밍주에 SMR 실증로 구축에 착수했다. 2022년 8월에는 SK(주)-SK이노베이션이 2.5억\$(각각 1억\$ + 1.5억\$)을 투자해 2대 주주로 올라섰다. 2024년 6월에는 미국 와이오밍에서 세계 최초의 SMR 실증단지 착공이 시작되었다. 한국수력원자력은 2024년 9월 SK그룹이 TerraPower 투자를 위해 설립한 SPC(특수목적법인)의 16% 지분을 약 4천만\$에 투자 추진했고, 2026년 1월 SK이노베이션의 지분 양도로 거래가 종결된 것으로 파악된다. 2026년 3월 미국 원자력규제위원회(NRC)는 TerraPower 상업용 첨단 원자력 발전소에 대한 건설을 승인해 미국 최초의 상업용 SMR 플랜트가 본격적인 건설에 착수하게 되었다. NRC의 신규 상업용 원전 건설 허가가 10년 만이며, 특히 첨단원전 건설 승인은 미국 내 최초라는 점에서 의미가 있다. 이는 곧 경쟁사 대비 인허가, 건설 실행 단계가 앞서 있다는 의미이며, TerraPower가 경쟁사 대비 상대적으로 높은 가치를 인정받을 수 있는 배경이 된다. SK그룹은 한수원을 사업 파트너로 맞이하면서 한수원의 원전사업 수행능력과 PM/EPC/O&M 경험을 동시에 누릴 수 있게 되었고, 한수원 입장에서는 Natrium 프로젝트를 통해 미국 4세대 비경수형 SMR 인허가 및 건설 경험 등을 확보하면서 경수형(i-SMR) 기술에서 추가로 기술 포트폴리오 분산을 꾀할 수 있게 되었다.

TerraPower에 대한
지분을 추정

2026년 1분기 SK(주)의 TerraPower 지분율은 11.7%로 2대 주주다. 이는 SK(주)-SK이노베이션-한수원이 TerraPower 투자 목적의 SPC 지분율이며, 이에 대한 각각의 지분율은 각각 40%/44%/16%로 추산된다. 이를 감안한 SK이노베이션의 TerraPower 지분율은 약 5% 내외로 계산된다. X-Energy가 91억\$(13조원) 상장, Oklo의 79억\$(12조원)에 거래 중이나 초도호기 완공 시점은 TerraPower가 가장 앞서있다는 점을 감안할 때, SK이노베이션이 보유한 5%의 지분가치는 시총 기준 약 6천억원 내외로 추정한다.

도표 1. SK이노베이션의 TerraPower 지분을 추정

		SK	SK이노베이션	한국수력원자력(한수원)	SPC 기준(SK그룹 합산)	비고
2022년 8월	투자금	1억\$	1.5억\$		2.5억\$	2022년 8월
	SPC 지분율	40%	60%		100%	
2024년 9월				0.4억\$		SPC 지분 16% 인수 추진
2026년 1월	투자금	1억\$	1.1억\$	0.4억\$	2.1억\$	SK이노베이션 지분 한수원 일부 양도
	SPC 지분율	40%	44%	16%	84%	
현재 지분을 추정		4.68%	5.15%	1.87%	11.70% SPC 기준 TerraPower 지분율(1Q26 기준)	

자료: SK이노베이션, 하나증권

도표 2. 와이오밍주 SMR 실증로 구축 사이트 전경



자료: SK이노베이션, 하나증권

도표 3. Sodium Test and Fill Facility(1)



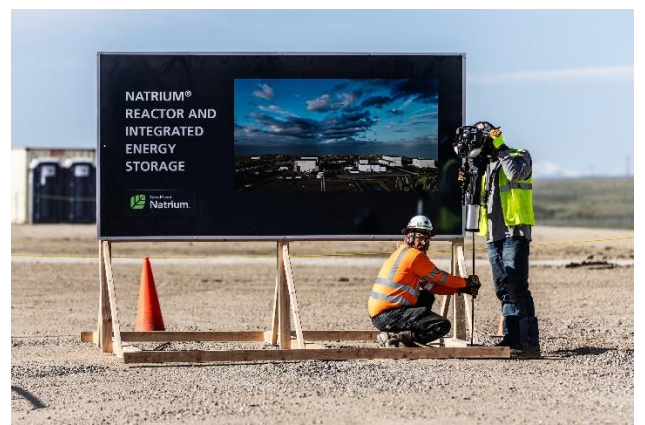
자료: SK이노베이션, 하나증권

도표 4. Sodium Test and Fill Facility(2)



자료: SK이노베이션, 하나증권

도표 5. Natrium reactor와 Energy Storage 구축 사이트



자료: SK이노베이션, 하나증권

도표 6. TerraPower CEO Chris Levesque의 기업 개요 설명



자료: SK이노베이션, 하나증권

도표 7. 현장에서 질의응답을 받고 있는 CEO Chris Levesque



자료: SK이노베이션, 하나증권

2) TerraPower Natrium의 강점

Natrium 소개

TerraPower의 Natrium은 소듐냉각고속로(Sodium-cooled Fast Reactor; SFR) 설계 기술을 기반으로 한 비경수형 차세대 SMR이다. SFR은 중성자를 감속하지 않고 빠른 상태 그대로 활용하는 고속중성자 방식의 원자로로, 이 때 발생한 열은 액체소듐(나트륨)을 냉각재로 사용해 증기를 만들어 전기를 생산한다.

강점(1)

소듐은 끓는점이 800°C 이상이므로 높은 압력을 가하지 않아도 액체 상태를 유지할 수 있다. 이에 따라 원자로는 약 1기압 수준의 상압에서 운전할 수 있다. 이를 통해 고압 운전에 따른 설비 부담 감소(고압 냉각재 배관 파손 위험 감소 등)를 줄일 수 있고, 콘크리트/철근 등 구조물 사용량 절감도 가능해 진다. 게다가, 피동형 안전 설계도 적용이 용이해진다.

강점(2)

Natrium 발전소는 크게 Nuclear Island(NI)와 Energy Island(EI)로 구분된다. NI는 원자로와 핵연료 등과 관련된 설비로 원자력 안전 규제 대상이 된다. 여기서는 한수원의 원전 PM, EPC, O&M 역량을 활용할 수 있다. EI는 열 저장과 증기 발생 및 발전 설비를 다루는 설비다. 이는 원자로 안전과 직접적 연관이 적은 비안전 계통으로 SK의 발전/에너지 솔루션 역량을 활용할 수 있다. NI/EI 분리를 통해 EI 영역을 원자로 인허가와 분리해 미리 건설할 수 있어 전체 공사 기간이 줄어드는 효과가 발생한다.

강점(3)

Natrium은 열저장장치(Thermal Energy Storage; TES)를 통해 최대 출력을 높일 수 있다. 단일 원자로의 정격 출력은 약 345MW이나, TES를 활용 시 단일 호기에서의 피크 출력은 5.5시간 동안 500MW로 증가한다. 이는 1) 원자로에서 생산된 열로 고온 용융염을 생산 2) 이를 저장 탱크에 축적 3) 전력 수요 증가 시 용융염을 증기발생기로 공급 4) 증기로 터빈을 돌려 추가 발전 5) 저온 용융염을 다시 원자로로 보내 재가열을 반복하며 운영된다. 이 경우, 원자로 자체의 출력을 급격하게 조절하지 않고도 전력 생산량을 조절할 수 있게 된다.

도표 1. TerraPower Natrium 프로젝트 개요도



자료: TerraPower, 하나증권

3) TerraPower Natrium의 상업화 일정과 경제성, 그리고 SK의 사업전략

상업화 일정

TerraPower의 Natrium은 초도호기(FOAK, First Of A Kind)의 완공은 2030년이 목표다. 시운전에 1~1.5년이 필요하기에 실질적인 상업 운전 목표는 2031년도로 예상된다. 2026년 초 이미 초도호기 건설 허가는 획득한 상태이며, 운영허가 신청은 2027년 중 이뤄져 운영허가를 취득하는 시점은 2029년 말~2030년 경이 목표다. 운영허가가 있어야 핵연료에 대한 장전과 시운전이 가능하므로 완공 시점 이전에 운영허가를 확보하는 것이 무엇보다 중요한 과제다. 미국에서는 유틸리티 및 하이퍼스케일러와 2030년 중반 가동을 목표로 여러 상업 프로젝트를 협의 중에 있다. 이미 12개 프로젝트에 대한 수주가 완료됐고, 이 중 8개가 Meta와의 협업으로 파악된다. 참고로, 초기 2기는 2032년 가동을 목표로 Meta의 자금 지원이 보장된 물량이다. 영국은 미국 이외의 초기 상업 프로젝트 후보로 원자력규제청인 ONR의 설계 평가와 규제 협의를 진행 중이다. 이를 통해 2029년까지 규제 기반 마련을 목표로 하고 있다. 한국에서는 SK가 국내 비경수형 SMR 인허가 기반 마련을 지원 중이다. 이를 기반으로 한국 및 아시아 지역에는 2030년 대 중반 진출을 목표로 하고 있다.

경제성 분석

미국 와이오밍주 실증로 사업비는 약 40억\$(약 6조원)다. 정격용량 345MW 기준 NI, E 건설 및 부지 매입 등이 포함된 금액이다. 참고로, 총 사업비 중 미국 DOE의 지원 금액은 약 20억\$(약 3조원)으로 절반에 해당한다. 회사는 첫 상용화 프로젝트의 예상 LCOE를 120\$/MWh로 제시하는데, 이는 Microsoft-Constellation Energy의 Threemile Island 원전에서의 PPA 추정 가격 약 110~115\$/MWh를 감안할 때 경쟁력 있는 가격으로 판단된다. 게다가, 반복 건설 과정에서 설계비, 기자재 제작비, 조달 비용, 인력/품질 관리 비용 등 전반적인 Capex 감소가 나타날 수 밖에 없다. SK이노베이션은 2035년 전후 약 30%의 Capex 감소 가능성을 보수적인 목표로 제시했다. 최근 1GW 기준 대형 신규 원전의 건설 투자비는 13~14조원으로 추정되는데, 현재 Natrium의 투자비를 GW로 환산 시 116억\$(약 17조원)으로 대형 원전 대비 20~30% 높다. 하지만, 대형원전은 이미 반복 건설에 따른 러닝커브가 상당 부분 적용되었다는 점을 감안할 때, Natrium 또한 반복 건설로 비용 감소 가능성은 충분하다. Capex 감소 효과 약 30%를 가정할 경우, 대형 원전과 비교해서도 투자비 부담은 적어질 수 있다. 회사는 첫 번째 프로젝트의 실증 프로젝트가 상업 가동된 2031년경을 러닝커브 효과가 본격화되는 시점으로 예상하고 있다.

SK의 사업전략

SK(주)-SK이노베이션은 이번 TerraPower 실증로 및 후속 상용화에 참여하여 O&M과 프로젝트 관리 경험 등의 트랙 레코드를 기반으로 국내 인허가 체계를 구축하고, AIDC/철강/반도체 수요처와 연계한 국내 프로젝트를 2030년 중반부터 개발할 계획이다. 이 과정에서 구성된 한국의 원전 공급망을 기반으로 이후에는 베트남을 비롯한 동남아의 전력 수요 증가 국가 진출도 목표로 하고 있다. SK는 이 과정에서 프로젝트 수익성 및 국가별 사업 조건에 따라 단순 PM/EPC/O&M 모델 또는 발전소 직접 투자하는 Own&Operate 모델 등을 유연하게 선택할 계획이다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	74,269.6	80,296.1	102,132.3	93,985.1	95,104.6
매출원가	70,256.2	75,996.2	90,070.1	82,679.2	84,378.6
매출총이익	4,013.4	4,299.9	12,062.2	11,305.9	10,726.0
판매비	3,950.1	4,569.8	5,537.4	5,095.7	5,156.4
영업이익	355.7	448.7	6,524.8	6,210.3	5,569.6
금융손익	(1,713.5)	(1,593.2)	(1,819.3)	(839.7)	(648.0)
종속/관계기업손익	(430.3)	(245.6)	50.0	50.0	50.0
기타영업외손익	(514.3)	(4,478.7)	250.0	50.0	50.0
세전이익	(2,302.4)	(5,868.8)	5,005.5	5,470.6	5,021.6
법인세	(0.1)	(955.0)	1,376.5	1,312.9	1,205.2
계속사업이익	(2,302.3)	(4,913.8)	3,629.0	4,157.6	3,816.4
중단사업이익	(70.2)	(522.6)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2,372.5)	(5,436.4)	3,629.0	4,157.6	3,816.4
비지배주주지분 순이익	(112.5)	(2,088.6)	72.6	83.2	76.3
지배주주순이익	(2,260.0)	(3,347.9)	3,556.4	4,074.5	3,740.1
지배주주지분포괄이익	12.2	(3,799.7)	2,322.2	2,660.5	2,442.1
NOPAT	355.7	375.7	4,730.5	4,719.8	4,232.9
EBITDA	2,517.9	2,965.4	10,126.3	9,717.7	9,038.2
성장성(%)					
매출액증가율	(3.91)	8.11	27.19	(7.98)	1.19
NOPAT증가율	(68.61)	5.62	1,159.12	(0.23)	(10.32)
EBITDA증가율	(24.09)	17.77	241.48	(4.04)	(6.99)
영업이익증가율	(81.32)	26.15	1,354.16	(4.82)	(10.32)
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	14.57	(8.21)
EPS증가율	적전	적지	흑전	14.57	(8.20)
수익성(%)					
매출총이익률	5.40	5.36	11.81	12.03	11.28
EBITDA이익률	3.39	3.69	9.91	10.34	9.50
영업이익률	0.48	0.56	6.39	6.61	5.86
계속사업이익률	(3.10)	(6.12)	3.55	4.42	4.01

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(21,236)	(21,056)	20,883	23,925	21,962
BPS	164,556	129,671	150,555	174,480	196,441
CFPS	20,391	22,512	56,520	56,470	52,480
EBITDAPS	23,660	18,651	59,461	57,062	53,072
SPS	697,896	505,017	599,716	551,876	558,449
DPS	2,000	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(5.27)	(4.81)	5.60	4.89	5.33
PBR	0.68	0.78	0.78	0.67	0.60
PCFR	5.49	4.50	2.07	2.07	2.23
EV/EBITDA	25.24	19.25	5.47	5.14	4.74
PSR	0.16	0.20	0.20	0.21	0.21
재무비율(%)					
ROE	(9.65)	(14.42)	15.09	14.88	11.95
ROA	(2.36)	(3.10)	3.29	3.65	3.41
ROIC	0.64	0.62	8.46	8.50	7.94
부채비율	178.77	190.20	179.15	158.95	127.88
순부채비율	79.53	69.46	62.40	45.15	27.31
이자보상배율(배)	0.24	0.29	4.67	4.55	4.63

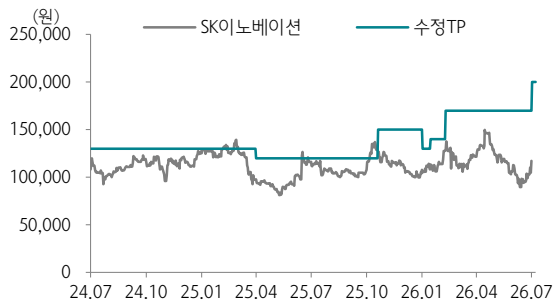
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	36,318.4	42,795.3	46,482.9	49,696.7	47,393.1
금융자산	16,322.1	16,689.5	15,315.2	20,417.6	17,854.5
현금성자산	15,865.1	16,091.6	14,554.6	19,717.7	17,146.3
매출채권	7,038.0	6,103.5	7,763.4	7,144.1	7,229.2
재고자산	10,335.6	9,558.6	12,158.1	11,188.2	11,321.5
기타유동자산	2,622.7	10,443.7	11,246.2	10,946.8	10,987.9
비유동자산	74,211.7	62,813.2	64,164.2	62,714.1	59,354.8
투자자산	10,467.0	8,524.0	10,656.9	9,861.1	9,970.4
금융자산	1,649.1	1,109.3	1,225.8	1,182.3	1,188.3
유형자산	56,719.6	47,195.0	46,730.4	46,348.0	43,112.6
무형자산	2,937.5	2,339.4	2,022.2	1,750.2	1,517.1
기타비유동자산	4,087.6	4,754.8	4,754.7	4,754.8	4,754.7
자산총계	110,530.1	105,608.5	110,647.1	112,410.8	106,747.9
유동부채	37,725.6	41,057.1	44,015.1	42,316.4	33,177.8
금융부채	18,255.8	16,877.2	16,959.7	16,928.9	7,561.2
매입채무	9,912.1	9,140.3	9,597.3	8,831.7	8,936.9
기타유동부채	9,557.7	15,039.6	17,458.1	16,555.8	16,679.7
비유동부채	33,155.6	28,159.9	26,995.1	26,683.5	26,726.3
금융부채	29,598.9	25,088.7	23,088.7	23,088.7	23,088.7
기타비유동부채	3,556.7	3,071.2	3,906.4	3,594.8	3,637.6
부채총계	70,881.2	69,217.0	71,010.1	68,999.8	59,904.1
지배주주지분	24,641.4	21,792.1	25,348.5	29,423.0	33,163.1
자본금	786.0	876.1	876.1	876.1	876.1
자본잉여금	12,746.8	13,244.8	13,244.8	13,244.8	13,244.8
자본조정	(216.4)	461.7	461.7	461.7	461.7
기타포괄이익누계액	3,093.7	2,905.2	2,905.2	2,905.2	2,905.2
이익잉여금	8,231.3	4,304.3	7,860.7	11,935.2	15,675.3
비지배주주지분	15,007.5	14,599.4	14,288.4	13,988.0	13,680.7
자본총계	39,648.9	36,391.5	39,636.9	43,411.0	46,843.8
순금융부채	31,532.6	25,276.3	24,733.2	19,600.0	12,795.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,232.5	2,283.1	7,331.9	7,670.5	7,227.4
당기순이익	(2,372.5)	(5,436.4)	3,629.0	4,157.6	3,816.4
조정	2,930.6	7,681.8	3,851.4	3,457.5	3,418.6
감가상각비	2,454.6	3,235.4	3,601.5	3,507.4	3,468.6
외환거래손익	261.7	(207.9)	300.0	0.0	0.0
지분법손익	204.5	(190.1)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
기타	9.8	4,844.4	(0.1)	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	1,674.4	37.7	(148.5)	55.4	(7.6)
투자활동 현금흐름	(7,295.3)	(4,285.4)	(5,748.6)	(2,330.3)	(451.3)
투자자산감소(증가)	11,424.2	19,372.8	(2,466.4)	462.2	(442.9)
자본증가(감소)	(10,027.9)	(5,367.2)	(2,819.6)	(2,853.1)	0.0
기타	(8,691.6)	(18,291.0)	(462.6)	60.6	(8.4)
재무활동 현금흐름	20,049.6	(4,920.3)	(1,917.5)	(30.8)	(9,367.7)
금융부채증가(감소)	16,805.1	(5,888.8)	(1,917.5)	(30.8)	(9,367.7)
자본증가(감소)	2,627.6	588.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	616.9	678.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(297.6)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	14,986.8	(6,922.6)	(3,276.0)	5,163.1	(2,571.5)
Unlevered CFO	2,170.0	3,579.3	9,625.4	9,616.8	8,937.3
Free Cash Flow	(7,795.4)	(3,084.1)	4,512.4	4,817.3	7,227.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK이노베이션



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.7.16	BUY	200,000		
26.2.23	BUY	170,000	-31.21%	-11.88%
26.1.29	BUY	140,000	-19.32%	-8.86%
26.1.16	Neutral	130,000	-15.54%	-12.23%
25.11.3	Neutral	150,000	-25.18%	-15.67%
25.4.15	Neutral	120,000	-13.04%	14.17%
25.1.16	Neutral	130,000	-5.91%	7.08%
24.4.18	BUY	130,000	-14.46%	-1.92%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 7월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 윤재성은 SK이노베이션의 비용으로 TerraPower의 SMR 투어 행사에 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2026년 7월 16일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.24%	2.76%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 07월 13일