

(096770)

SK 이노베이션

에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D.
6878 / tjdgus2009@eugenefn.com

전쟁 수혜 + 배터리 보상금 반영

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
171,000 원(상향)
116,600 원(7/30)

“ **[투자의견]** 당사는 SK이노베이션에 대해 목표주가를 171,000원(26F BPS 의 0.8배)으로 +7% 상향하며 투자의견 BUY를 유지한다. 2Q26 영업이익은 당사 추정을 대폭 상회했으며, 일회성 요인이 다수 포함되어 있어 향후 감익은 불가피하다. 그럼에도 BOSK JV 종료에 따른 고정비 절감과 윤활유 시장 초강세 유지 등 호실적이 지속될 여건은 마련되고 있다. 펀더멘털 대비 급락한 현재 주가 레벨에서는 지속 매수 전략을 추천한다.

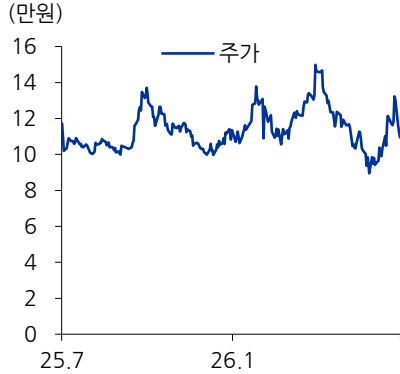
“ **[2Q26 Review]** 매출액 29.2조원(+20%qoq, +50%yoy), 영업이익 3.5조원(+61%qoq, 흑전yoy)으로 당사 기존 추정 영업이익 9,134억원을 대폭 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록했다. SK온 영업이익이 전분기 대비 1.2조원 개선됐으며, SK엔무브 +5,034억원, SK트레이딩인터내셔널 +2,976억원, SK인천석유화학 +1,746억원이 전사 증익을 견인했다. 반면, 순이익은 영업외손실 SK On + SKIET PRS 손실 1.2조원, SKIET 손상차손 1.4조원이 반영되며 영업이익 대비 부진했다.

“ **에너지(정유·트레이딩):** SK에너지 영업이익은 6,512억원(-49%qoq, 흑전yoy)을 기록했다. 중동 지정학적 리스크 완화 기대에 따른 유가 변동성 확대와 설비 정기보수 영향으로 감익되었다. 반면, SK인천석유화학, SK트레이딩인터내셔널 포함 정유·트레이딩 3개사 합산 영업이익은 1.8조원으로 지난 분기 수준이 이어지며 마진 효과가 모두 반영된 것을 확인할 수 있었다.

“ **엔무브(윤활유):** 영업이익 6,919억원(+267%qoq, +414%yoy)으로 전사 서프라이즈에 기여했다. 중동발 경쟁사 공급 차질로 고급 윤활기유 마진이 상승한 가운데 재고효과도 반영된 영향이다. Group-III 글로벌 최대 생산능력을 바탕으로 공급 차질 국면에서 차별적인 실적 달성이 가능했으며, 러시아 정제설비 셧다운으로 인해 현재의 시장 강세가 장기간 유지될 가능성이 높다고 판단한다. 다음 분기에도 차별적인 실적이 이어질 전망이다.

“ **On(배터리):** 영업이익 8,218억원(흑전qoq, 흑전yoy)으로 7분기만에 흑자 전환하였다. 판매량 확대, 고객 보상금 반영 및 AMPC 증가가 실적 개선을 견인했다. BOSK 합작법인 종료 절차가 완료되며 테네시 공장은 SK온 단독 법인으로 출범했으며, JV 종결에 따른 고정비 절감과 독자적인 의사결정 체계를 기반으로 현지 EV·ESS 수요에 탄력적으로 대응할 전망이다.

“ **[3Q26 Preview]** 매출액 26.9조원(-8%qoq, +32%yoy), 영업이익 2.3조원(-33%qoq, +298%yoy)으로 전망한다. 원재료 투입 레깅 효과가 부정적으로 작용하며 전사 영업이익은 전분기 대비 감소할 것으로 추정된다. SK온도 보상금 반영 기저효과로 적자 전환이 예상되나, JV 종료에 따른 고정비 절감으로 적자 규모를 축소할 전망이다. 또한 SK E&S 성수기 진입과 윤활유 시장 강세로 평소대비 차별적인 실적은 유지할 것이라 판단한다.



시가총액(십억원)	19,712
발행주식수(천주)	169,053
52 주 최고	155,400 원
최저	87,700 원
52 주 일간 Beta	0.19
60 일 평균 거래대금	789 억원
외국인 지분율	14.7%
배당수익률(26E)	2.6%
주주구성	
SK(외 13인)	52.1%
국민연금공단(외 1인)	6.0%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	22.9	4.1	-0.5
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	171,000	160,000	▲
영업이익(26E)	10,124	4,683	▲
영업이익(27E)	2,182	2,182	-

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2026E
매출액	80,296	106,078	103,223
영업이익	-270	10,124	2,182
세전손익	-5,869	7,393	1,249
당기순이익	-5,436	4,732	790
EPS(원)	-19,804	26,589	4,346
증감률(%)	-	흑전	-83.7
PER(배)	-	44	26.8
ROE(%)	-14.4	15.4	2.0
PBR(배)	0.8	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	14.3	4.0	9.1

설명회 Q&A

Q1. 배터리 사업 턴어라운드 전략 및 수익성 개선 방향

- 공급사 다변화, 밸류 엔지니어링, 수율 개선, 재고 관리 등을 통한 원가 절감 추진
- 자동화 및 AI 기반 운영 최적화로 가공비·판관비 절감 노력 지속
- EV 물량 회복 및 ESS 수주 확대를 통해 중장기 사업 구조 개선 전망

Q2. 중동 정세 변화 및 원유 조달 대응 계획

- 호르무즈 해협 통항 차질에 대응해 대체 지역 원유 구매 및 정부 비축유 활용
- 전쟁 이전 중동산 원유 비중 70% 이상이었으나 전쟁 이후 절반 수준으로 감소
- 감소 물량은 미국·캐나다·아프리카 등 역외 원유로 대응
- 중동산 원유의 경제성 고려 시 급격한 의존도 축소는 어려움
- 조달 안정성 확보 차원에서 중장기 다변화 추진

Q3. 2분기 전사 재고 관련 손익 Breakdown

- 전사 재고 관련 손익은 1 조 1,949 억원(전분기 대비 +1,697 억원)
- SK 에너지 5,623 억원, SK 지오센트릭 922 억원, SK 인천석유화학 4,469 억원, SK 엔무브 935 억원
- 재고 관련 손익은 시황 변동에 따른 회계 반영 항목으로 해석 필요

Q4. SK 이노베이션 E&S 용인 반도체 클러스터 발전소 사업 계획

- 용인 반도체 클러스터에 1,050MW 규모 LNG 열병합 발전소 건설 추진
- 중부발전과 SK 이노베이션 E&S의 컨소시엄 형태
- 용인 반도체 클러스터 1~4 호기에 스팀 공급 목적
- '25년 12월 공사 착수, '30년 2분기 이후 단계적 상업 운전 목표

Q5. Group-III 윤활기유 업황 및 하반기 전망

- 현재 Group-III 윤활기유 업황은 우호적인 상황
- 업황 지속 여부는 지정학 변수, 시장 수급, 경쟁사 정상화 여부에 따라 변동 가능
- 글로벌 생산판매 네트워크 기반으로 운영 최적화 및 수익성 강화 추진

Q6. 등유·벙커 C유 가격 강세 지속 배경

- 단순 레깅 효과보다 중동 설비 파괴 및 공급 차질 영향
- 구조적 수급 불균형으로 제품 가격 강세 지속

Q7. 하반기 SK에너지 정기보수 계획

- 10~11 월 No.3 CDU 정기보수 예정
- 2 차 고도화 공정 관련 정기보수 계획은 없음

Q8. 배터리 글로벌 생산라인 캐파 조정 계획

- EV 수요 회복 지연으로 1 분기 본사 및 해외 법인 인력 효율화 진행
- 원가 절감 및 자산 활용도 개선에 우선순위
- 추가적인 자산 및 운영 효율화 방안은 구체화 후 공유 예정

Q9. '26년 말 ESS 수주 목표 및 진행 현황

- '26년 2월 국내 ESS 장주기 프로젝트 약 1.8GWh 수주
- '27년 3분기 납품 목표로 서산 라인을 활용해 생산 예정
- 해외의 경우 미국 플랫아이언사 등 미국 고객을 중심으로 ESS 기반 확보
- 글로벌 ESS 수주 목표 20GWh 지속 추진

Q10. 미국·유럽 배터리 공장 매각 및 활용 계획

- 자산 효율화 관점에서 다양한 옵션 검토 중
- 현 시점에서 리퍼퍼스(용도 전환) 및 매각 관련 확정 사항은 없음
- 구체화 시 시장과 공유 예정

Q11. 열관리 솔루션(액체 냉각·냉매) 사업 진행 상황

- 데이터센터용 액체 냉각 솔루션은 글로벌 서버 업체와 인증 진행 중
- ESS 분야는 방산·선박 중심으로 상용화 완료
- 전기차 배터리팩 액체 냉각 기술은 글로벌 OEM 과 공동 개발 진행
- 냉매 사업은 성능 평가, 규제 대응, 물질 등록 등 사업화 준비 진행

Q12. 미국 ESS 생산 과정 및 라인 전환 계획

- 미국 ESS 사업 과정에서 특별한 문제점은 없음
- 폼팩터 변경 없는 라인 전환은 설비 변경 범위가 제한적이라 CAPEX 부담 제한적
- 북미 및 서산 공장의 EV 라인 ESS 전환 검토 중
- 향후 수주 규모에 따라 추가 전환 여부 결정

Q13. SK 그룹 데이터센터 5GW 계획 관련 ESS 공급 규모

- 그룹사 및 협력 네트워크와 데이터센터 전력 수요 패턴 분석 진행
- AIDC 향 다기능 통합 ESS 제품 개발 추진중
- 데이터센터용 ESS 규모 및 공급 관련 구체 사항은 미확정

Q14. 배터리 미국 ESS 수요 확대 시 추가 대응 방향

- 일부 EV 라인을 ESS 라인으로 전환해 기존 캐파 활용도 개선 추진
- 수주 규모에 따라 추가 라인 전환 검토 예정

SK 이노베이션 실적 추정

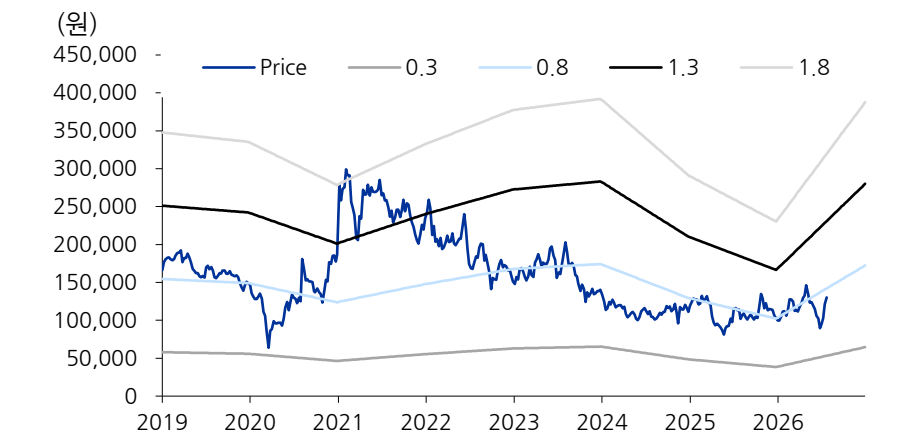
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	21,147	19,059	20,419	19,310	24,212	29,157	26,877	25,832	80,296	106,078	103,223
에너지	11,918	11,119	12,442	11,711	11,979	13,211	11,744	10,508	47,190	47,440	45,312
화학	2,477	2,269	2,415	2,121	3,213	3,733	3,319	2,969	9,282	13,234	11,383
윤활유	972	894	981	990	1,222	1,983	1,988	1,701	3,836	6,895	4,984
배터리소재	24	20	24	17	36	40	21	25	84	121	251
E&S	3,752	2,545	2,528	3,038	3,696	2,596	2,451	2,213	11,863	10,956	12,052
배터리	1,605	2,108	1,808	1,457	1,791	2,946	2,613	3,579	6,978	11,008	12,818
영업이익	(45)	(418)	586	337	2,162	3,487	2,333	2,142	(270)	10,124	2,182
에너지	36	(466)	304	475	1,283	651	335	250	349	2,519	703
화학	(114)	(119)	(37)	(9)	128	44	13	8	(279)	192	305
윤활유	121	135	171	181	189	692	768	678	608	2,326	705
배터리소재	(55)	(54)	(50)	(75)	(73)	(64)	(54)	(45)	(234)	(236)	15
E&S	193	115	255	118	283	106	243	105	681	737	651
배터리	(299)	(66)	(125)	(441)	(349)	822	(245)	(166)	(932)	61	(448)
OPM(%)	(0.2)	(2.2)	2.9	1.7	8.9	12.0	8.7	8.3	(0.3)	9.5	2.1
에너지	0.3	(4.2)	2.4	4.1	10.7	4.9	2.9	2.4	0.7	5.3	1.6
화학	(4.6)	(5.2)	(1.5)	(0.4)	4.0	1.2	0.4	0.3	(3.0)	1.5	2.7
윤활유	12.5	15.1	17.4	18.3	15.4	34.9	38.6	39.8	15.8	33.7	14.1
배터리소재	(230.3)	(275.4)	(213.2)	(437.2)	(203.9)	(160.8)	(257.1)	(180.0)	(278.3)	(194.2)	6.0
E&S	5.1	4.5	10.1	3.9	7.7	4.1	9.9	4.7	5.7	6.7	5.4
배터리	(18.6)	(3.2)	(6.9)	(30.3)	(19.5)	27.9	(9.4)	(4.6)	(13.4)	0.6	(3.5)

주 1: 연결조정 제외, 1Q26부터 기준과 변경된 기준 적용

주 2: 기준 변경으로 세부 조정 불가피하며, 사업부별 실적은 분기/사업보고서 발표 이후 조정 예정

자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

PBR 밴드 차트



자료: 유진투자증권

SK이노베이션(096770.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	110,530	105,608	121,609	122,944	125,908
유동자산	36,318	42,795	48,796	47,853	49,237
현금성자산	16,321	16,689	16,123	15,826	15,950
매출채권	8,567	7,879	10,863	10,571	11,142
재고자산	10,336	9,559	13,141	12,787	13,478
비유동자산	74,212	62,813	72,814	75,091	76,670
투자자산	14,555	13,279	14,743	14,346	15,121
유형자산	56,720	47,195	55,856	58,627	59,506
기타	2,938	2,339	2,215	2,118	2,043
부채총계	70,881	69,217	70,568	70,850	72,235
유동부채	37,726	41,057	33,863	34,114	34,317
매입채무	18,689	17,107	9,912	10,163	10,366
유동성이자부채	18,256	16,877	16,877	16,877	16,877
기타	781	7,073	7,073	7,073	7,073
비유동부채	33,156	28,160	36,705	36,736	37,918
비유동이자부채	29,599	25,089	33,604	33,604	34,755
기타	3,557	3,071	3,102	3,133	3,164
자본총계	39,649	36,391	51,041	52,094	53,672
지배지분	24,641	21,792	36,442	37,494	39,073
자본금	786	876	876	876	876
자본잉여금	12,747	13,245	13,245	13,245	13,245
이익잉여금	8,231	4,304	8,799	9,534	10,788
기타	2,877	3,367	13,522	13,840	14,165
비지배지분	15,007	14,599	14,599	14,599	14,599
자본총계	39,649	36,391	51,041	52,094	53,672
총차입금	47,855	41,966	50,481	50,481	51,632
순차입금	31,534	25,276	34,358	34,655	35,682

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	2,233	2,283	2,564	5,866	4,094
당기순이익	(2,372)	(5,436)	4,732	790	1,546
자산상각비	2,455	3,235	3,424	3,820	3,857
기타비현금성손익	2,088	5,780	7,772	(47)	(669)
운전자본증감	1,674	38	(13,761)	897	(1,058)
매출채권감소(증가)	1,606	599	(2,984)	292	(571)
재고자산감소(증가)	1,815	464	(3,582)	354	(691)
매입채무증가(감소)	(4,957)	(2,230)	(7,195)	251	203
기타	3,211	1,204	0	0	0
투자현금	(7,295)	(4,285)	(11,645)	(6,163)	(4,951)
단기투자자산감소	242	42	0	0	0
장기투자증권감소	(435)	643	315	331	(290)
설비투자	(10,028)	(5,367)	(11,669)	(6,193)	(4,352)
유형자산처분	72	565	0	0	0
무형자산처분	(175)	(224)	(292)	(301)	(310)
재무현금	7,327	2,346	8,515	0	981
차입금증가	5,180	(16)	8,515	0	1,151
자본증가	(648)	1,318	0	0	(170)
배당금지급	314	681	0	0	170
현금 증감	2,791	226	(566)	(297)	123
기초현금	13,074	15,865	16,092	15,525	15,228
기말현금	15,865	16,092	15,525	15,228	15,352
Gross Cash flow	2,170	3,579	16,325	4,968	5,152
Gross Investment	5,862	4,290	25,406	5,265	6,009
Free Cash Flow	(3,692)	(711)	(9,081)	(297)	(857)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	74,270	80,296	106,078	103,223	108,798
증가율(%)	(3.9)	8.1	32.1	(2.7)	5.4
매출원가	70,256	75,996	91,348	96,343	100,420
매출총이익	4,013	4,300	14,730	6,881	8,377
판매 및 일반관리비	3,950	4,570	4,607	4,699	4,952
기타영업손익	292	719	0	0	0
영업이익	63	(270)	10,124	2,182	3,425
증가율(%)	(95.1)	적전	흑전	(78.4)	57.0
EBITDA	2,518	2,965	13,548	6,002	7,282
증가율(%)	(24.1)	17.8	356.9	(55.7)	21.3
영업외손익	(2,366)	(5,599)	(2,731)	(933)	(952)
이자수익	441	420	414	391	383
이자비용	1,504	1,530	1,531	1,545	1,584
지분법손익	(352)	190	115	119	125
기타영업외손익	(951)	(4,679)	(1,729)	102	124
세전순이익	(2,302)	(5,869)	7,393	1,249	2,473
증가율(%)	적전	적지	흑전	(83.1)	98.0
법인세비용	(0)	(955)	2,662	458	926
당기순이익	(2,372)	(5,436)	4,732	790	1,546
증가율(%)	적전	적지	흑전	(83.3)	95.7
지배주주지분	(2,260)	(3,348)	4,495	735	1,424
증가율(%)	적전	적지	흑전	(83.7)	93.8
비지배지분	(113)	(2,089)	237	55	123
EPS(원)	(14,963)	(19,804)	26,589	4,346	8,422
증가율(%)	적전	적지	흑전	(83.7)	93.8
수정EPS(원)	(14,963)	(19,804)	26,589	4,339	8,419
증가율(%)	적전	적지	흑전	(83.7)	94.0

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	(14,963)	(19,804)	26,589	4,346	8,422
BPS	161,813	127,962	213,986	220,166	229,435
DPS	2,000	0	3,000	1,000	500
밸류에이션(배, %)					
PER	-	-	4.4	26.8	13.8
PBR	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/ EBITDA	19.3	14.3	4.0	9.1	7.6
배당수익율	1.8	0.0	2.6	0.9	0.4
PCR	7.9	4.8	1.2	4.0	3.9
수익성(%)					
영업이익율	0.1	(0.3)	9.5	2.1	3.1
EBITDA이익율	3.4	3.7	12.8	5.8	6.7
순이익율	(3.2)	(6.8)	4.5	0.8	1.4
ROE	(9.6)	(14.4)	15.4	2.0	3.7
ROIC	0.1	(0.3)	9.9	1.8	2.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	79.5	69.5	67.3	66.5	66.5
유동비율	96.3	104.2	144.1	140.3	143.5
이자보상배율	0.0	(0.2)	6.6	1.4	2.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.7	0.9	0.8	0.9
매출채권회전율	9.1	9.8	11.3	9.6	10.0
재고자산회전율	6.9	8.1	9.3	8.0	8.3
매입채무회전율	4.1	4.5	7.9	10.3	10.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)

