

SK이노베이션 (096770)

영업이익 10조원에 비해 싼 주가

2026년 영업이익 10조원 충분히 가능

2026년 실적 횡재가 예상보다 훨씬 클 것이다. 연간 예상 실적은 '매출액 102.2조원, 영업이익 10.0조원(영업이익률 9.8%), 지배주주 순이익 3.6조원' 등이다. 3중 쓰나미 효과 때문이다. 이란 전쟁 지연에 따른 원유공급 차질(4~6%), 중동 석화설비 파손 후 재가동 지연(2~3%), 러-우 전쟁으로 에너지설비 파손(3~4%) 등으로, 글로벌 수급 14% 차질이 이어지고 있다. 부문별로는 '석유정제 6.2조원(전년 3,499억원), 윤활유 2.2조원(전년 6,076억원), E&S 9,544억원(전년 6,811억원), 배터리 △964억원(전년 △9,235억원)' 등이다.

3가지 구조조정은 남아 있어...

2024년 SK이엔에스 합병(발전소), 2025년 SK온(주) 다운사이징(美 Ford(주) 합작법인 철수)에 이어, 2026년 하반기 ~ 2027년, 3가지 구조조정이 남아있다. ① 8월, SK아이테크놀로지(분리막 자회사) 합병절차가 발표되었다. SK이노베이션(주)는 소규모 합병으로, 발행주식수가 2.6% 희석된다. ② 4분기, SK시티가스홀딩스(도시가스 담당)를 글로벌 PE인 KKR에 매각될 전망이다. 5년전 발행된 상환전환우선주 3.2조원에 대한 현물청산으로, 기업가치가 줄어든다. ③ 2027년 SK지오센트릭(화학 자회사)에서 NCC 66만톤 설비를 박스업 또는 폐쇄할 수 있다. 정부에서 진행되는 울산 범용석화 구조조정으로, 장부가 1조원 규모에 해당한다.

순차입금 6조원 축소 가능, 목표주가 20만원으로 상향

정유/윤활유 실적 효과가 구조조정에 따른 기업가치 감소보다 클 것으로 예상되어, 2026년 적정주가 20만원(기존 17만원)으로 상향 조정한다. 특히, 영업활동을 통한 잉여현금 창출(=EBITDA-법인세-이자비용-설비투자) 규모는 2026년 4.5조원과 2027년 1.5조원 추정된다. 5년 만에 (+)전환하는 것으로, 재무구조 개선으로 이어질 것이다. 연결 순차입금 규모를 '2024년 29조원에서 2025년 24조원, 2026년 20조원(e), 2027년 18조원(e)'으로 낮출 수 있다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	261,344	28.5	-10.6	261,092	0.1
영업이익	24,402	2,355.4	-31.6	17,066	43.0
세전계속사업이익	25,764	11,513.5	352.2	13,092	96.8
지배순이익	14,162	흑전	558.7	8,285	70.9
영업이익률 (%)	9.3	+8.8 %pt	-2.9 %pt	6.5	+2.8 %pt
지배순이익률 (%)	5.4	흑전	+4.7 %pt	3.2	+2.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	742,696	802,961	1,022,974	821,783
영업이익	3,557	4,487	100,553	51,105
지배순이익	-22,600	-33,479	35,990	27,296
PER	-5.3	-5.2	6.4	8.5
PBR	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	23.2	19.4	3.9	6.2
ROE	-9.6	-14.4	14.3	9.2

자료: 유안타증권



황규원 정유/화학

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

서석준 Research Assistant

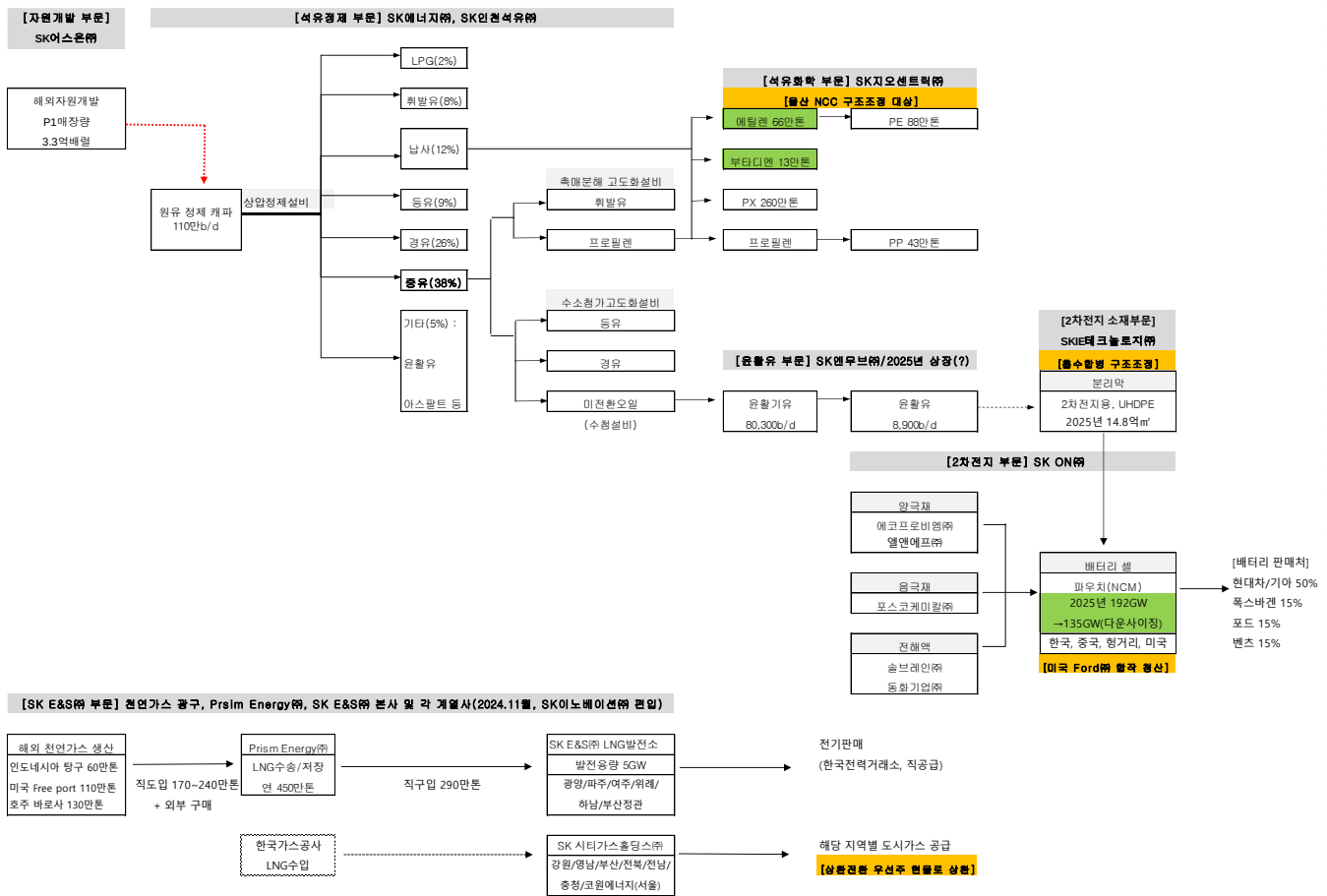
seokjun.seo@yuantakorea.com

BUY (M)
목표주가 200,000원 (U)
직전 목표주가 170,000원
현재주가 (09/14) 136,700원
상승여력 46%

시가총액	231,095억원
총발행주식수	170,301,214주
60일 평균 거래대금	1,126억원
60일 평균 거래량	925,874주
52주 고/저	153,500원 / 89,500원
외인지분율	15.76%
배당수익률	0.00%
주요주주	SK 외 12 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.2	28.8	26.7
상대	10.9	56.6	(35.6)
절대 (달러환산)	11.8	45.3	30.5

그림 1. SK 이노베이션주의 연결 사업 구조: 2026~2027년 구조조정 4가지 ① 배터리 캐파 축소 ② 분리막 자회사 흡수합병 ③ 도시가스 매각 ④ 울산 NCC Box-up



자료: 유안타증권 리서치센터

표 1. 2024 ~ 2027년 SK 이노베이션(주)의 구조조정 방향 및 주요 내용

시기	구조조정 방향	주요 이벤트	주요 영향
2023~2024년	문제제기	SK에너지 대규모 설비투자, 연결 순차입금 33조원으로 증가함 2025~2027년, 영구채, RCPS(상환전환우선주) 등 8.5조원 상환 대비해야 함	2025년, SK엔머브(FI)의 보통주 상환 의무 8,600억원 2025~2026년, SK에너지 FI 상환전환우선주 상환의무 3.8조원 2026년, SK인천석유(영구채) 콜옵션 행사시기 6,000억원 2026년 11월 ~ 2027년, SK시티가스(도시가스) 상환전환우선주 상환의무 3.2조원
2024년	SK이노베이션(주) 현금 창출 보장 SK에너지 현금 보장	11월, SK이노베이션(주) SK이엔엑스(발전/도시가스)를 흡수 합병 11월, SK에너지가 SK트레이딩인터내셔널(오일 거래)을 흡수 합병함	SK이노베이션(주)에 연간 EBITDA 1.5조원 창출 능력을 보장함 SK에너지에 연간 5000억원 규모의 현금 창출 능력 보장함
2025년	SK이노베이션(주) 등 유동성 보장 SK에너지 현금 보장 SK에너지 다운사이징	8월, 주요 3개사 유증/영구채 발행 5.3조원 11월, SK에너지가 SK엔머브(유틸리티)를 흡수 합병 12월, 미국 Ford(주)와의 배터리 합작법인 청산	SK이노베이션(주) 2.7조원 유증, SK에너지 2조원, SK이엔테크놀로지(주) 3,000억원 유증 SK에너지에 유틸리티 EBITDA 8,000억원을 보장하게 됨 SK이노베이션(주) 연결 차입금 6조원 축소 효과
2026년	SK이엔테크놀로지(주) 차입금 부담 축소 SK시티가스(주) RCPS 상환 부담 해소	9월, SK이엔테크놀로지(주) 흡수 합병 진행 3분기, 도시가스 사업을 KKR에 매각 (예상)	SK이노베이션(주)이 연간 차입금 2조원에 대한 재무적인 지원 과거 SK이엔에스(주)가 2021~2022년 발행한 상환전환우선주(RCPS) 3.2조원을 현물로 상환 →SK이노베이션(주) 연결 EBITDA 3,000억원 줄어듦
2027년	SK지오센트릭(주) 다운사이징 신재생에너지 집중	중반, SK지오센트릭(주) NCC 구조조정 (예상) 태양광, 풍력, 수소연료전지 등 신재생 사업을 SK이터너스(주)로 이관 (예상)	올산 3개 석화사 JV형태로 진행. SK지오센트릭(주) Ethylene 66만톤 가동중단 포함

자료: 유안타증권 리서치센터

표 2. SK 이노베이션(주)의 실적 추정치 : 2025년 영업이익 4,487억원 → 2026년 10.0조원(e) → 2027년 5.1조원(e)

		[국제유가]				[석유업황]				[배터리업황]				[SK이노베이션 실적 변화]								
		(정유업황)				(석화업황)				(배터리업황)												
		증설 감소에 따른 정유회복				정유 하락 시기				정유설비 폐쇄 사이클				정유업황 호조 시기								
		증설 제한, 수요회복으로 석화 호황				Covid위축				재난지원금 수혜시기				증설 및 유가 상승으로 압력 하락								
		(배터리업황)				중대형 배터리의 출몰				배터리의 가라져 확보				배터리 MS확보								
		[SK이노베이션 실적 변화]				실비 투자 정체기				배터리의 실비 공격 확장 시기				SK E&S 합병								
		2025				2026				연간실적												
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
생산 Capa																						
석유정제	(만배럴/일)	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5
석유화학 PX	(만톤)	83	83	83	83	83	83	83	83	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330
자원개발 원유증가를 생산량	(만배럴/일)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.2	6.0	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.6	6.0	6.0	6.0	6.0	
윤활유	(만배럴/일)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	6.7	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	
중대형전지	(GW)	38.4	47.7	47.7	45.9	45.9	36.7	45.9	45.9	0.8	0.9	1.0	2.9	4.7	17.8	56.7	81.7	90.7	113	180	174	184
		중국 330W	미국 센터가 370W	중국 70W/40W까지	센터가 370W/40W까지	센터가 370W/40W까지	센터가 370W/40W까지	센터가 370W/40W까지	센터가 370W/40W까지													
LNG발전소	(GW/h)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0											5.0	5.0	6.1
2027년 말 용인 1.05GW																						
주요제품 가격																						
휘발유(자동차 연료)	\$/배럴	83.0	76.8	78.4	77.0	93.4	123.0	109.0	105.0	69.5	56.3	67.8	81.4	69.5	44.9	78.5	111.2	94.0	88.6	78.8	107.6	87.5
경유(자동차 및 산업 연료)	\$/배럴	90.2	81.9	87.9	86.7	119.1	156.4	146.3	135.0	64.8	52.4	66.0	85.5	77.5	48.4	76.3	131.0	104.0	95.4	86.7	139.2	95.0
등유(항공유 등)	\$/배럴	90.2	81.1	86.2	87.5	119.7	163.7	143.3	130.0	64.8	52.7	64.7	85.3	77.2	44.7	75.1	126.8	104.6	95.3	86.3	139.2	95.5
B/C(선박 및 화학발전 연료)	\$/배럴	75.1	68.7	64.5	56.5	80.6	101.1	84.5	82.0	45.3	35.5	48.4	66.0	57.7	39.2	64.5	82.5	71.9	74.1	66.2	87.1	72.0
나프타(석화 원료)	\$/배럴	71.4	62.4	63.3	60.3	83.3	102.6	85.0	80.0	52.4	42.6	53.7	67.3	57.0	40.3	70.8	83.1	69.1	72.2	64.4	87.7	72.0
두바이유(원재료)	\$/배럴	76.1	66.7	69.9	63.6	86.5	98.4	85.0	85.0	51.9	40.3	52.8	69.9	63.1	42.2	68.9	97.1	81.9	79.7	69.1	88.7	80.0
에틸렌(기초화학)	\$/배럴	853	768	799	721	858	1,156	988	1,008	1,068	1,040	1,151	1,215	852	732	1,013	1,009	838	853	785	997	946
PX(폴리에스터 원료)	\$/배럴	854	806	832	825	1,004	1,178	1,008	1,108	823	778	832	1,049	882	560	844	1,038	1,033	956	829	1,089	996
부타디엔(합성고무 원료)	\$/배럴	1,462	1,166	1,112	927	1,597	1,892	1,408	1,408	861	1,062	1,486	1,414	1,053	711	1,014	1,109	1,009	1,443	1,167	1,576	1,396
SM(IT 외장재 원료)	\$/배럴	1,044	951	913	821	1,095	1,290	1,168	1,208	1,088	1,024	1,221	1,301	979	733	1,160	1,209	1,064	1,125	932	1,190	1,146
합성수지(포장재 등)	\$/배럴	1,010	979	973	908	1,000	1,324	1,151	1,241	1,174	1,218	1,282	1,217	992	926	1,225	1,167	976	1,014	990	1,179	1,149
벤젠(IT외장재 원료)	\$/배럴	889	747	732	674	854	1,073	988	958	679	646	817	822	641	487	917	1,038	916	1,004	761	968	846
자일렌(폴리에스터 원료)	\$/배럴	773	697	699	693	862	1,038	943	938	638	566	586	728	653	442	687	989	945	865	715	943	826
프로필렌(자동차 범퍼 등 원료)	\$/배럴	830	762	756	731	889	1,182	1,008	1,018	788	713	880	1,038	882	801	1,013	1,002	846	833	770	1,029	936
나프타(원재료)	\$/배럴	663	578	591	562	710	910	808	808	497	405	405	614	527	383	651	789	654	683	598	809	696
윤활유	\$/배럴	120	118	124	119	121	217	285	242	84	82	97	111	97	79	134	166	153	130	120	216	160
배터리(수출가)	\$/톤	33,202	31,432	35,156	32,654	33,780	34,992	35,086	35,539	33,699	35,094	36,631	34,625	32,150	40,196	41,973	42,241	43,111	44,849	46,587	48,325	50,063
양극재(원재료)	\$/톤	23,201	23,203	22,460	22,167	22,870	25,515	28,020	27,041	33,270	37,079	29,230	22,570	24,250	42,823	44,560	27,063	22,758	25,861	26,545	27,229	27,913
인조흑연(원재료)	\$/톤	4,203	3,786	4,188	4,544	4,363	4,097	4,280	4,124	8,388	5,776	5,329	5,224	4,932	5,409	5,746	5,568	4,180	4,216	4,216	4,216	
분리막(원재료)	\$/톤	60,349	62,604	62,289	64,822	51,494	53,214	50,134	50,134	78,371	75,958	68,303	62,960	56,791	61,044	58,649	55,582	51,244	51,244	51,244	51,244	
SMP(전력판매가격)	원/kwh	116	123	115	94	108	118	135	110	1,134	1,161	1,131	1,100	1,165	1,180	1,144	1,232	1,307	1,364	1,423	1,447	
환율	원/달러	1,452	1,403	1,387	1,451	1,455	1,501	1,420	1,408	1,134	1,161	1,131	1,100	1,165	1,180	1,144	1,232	1,307	1,364	1,423	1,447	
사업부별유니 가격 및 스프레드																						
시장가격정제 마진 (Datastream)	\$/배럴	3.1	5.5	3.9	5.1	8.3	25.2	20.0	22.0	7.6	6.1	7.1	5.9	3.7	0.4	3.5	10.8	6.7	4.9	4.4	18.9	9.0
OSP(초정질 15%, 경질 25%, 중질 60%)	\$/배럴	1.1	2.2	1.2	1.9	0.3	6.1	7.1	-1.2	-1.2	-2.0	-0.8	0.0	1.0	-0.5	1.5	4.6	3.4	1.8	1.6	3.1	-1.0
OSP 50% 반영후 시장가격정제마진	\$/배럴	2.5	4.4	3.3	4.2	8.2	22.2	16.5	22.6	8.2	7.1	7.5	5.9	3.2	0.7	2.7	8.5	5.0	3.9	3.6	17.3	9.5
석화마진(주력제품 가동률급 스무트마진)	\$/톤	229	237	227	231	258	268	250	272	335	389	398	368	377	223	270	294	239	291	231	262	283
윤활유 마진 (윤활유~60%/B/C-0.5~동유)	\$/배럴	37	43	48	48	21	88	169	134	29	38	40	35	40	36	63	59	65	45	44	103	77
배터리 스프레드	\$/톤	16,879	15,070	18,958	16,262	19,024	18,666	17,956	18,284	0	11,375	2,548	15,732	18,045	15,763	15,525	15,571	23,860	16,792	18,482	17,953	
매출액																						
정유사업	억원	211,466	193,066	205,332	193,097	242,121	292,362	261,344	227,147	483,563	395,205	461,627	542,165	498,785	345,499	468,534	780,669	772,885	742,696	802,961	1,022,974	821,783
석화사업	억원	119,181	111,187	124,421	113,007	140,940	167,418	160,850	144,212	352,997	283,668	333,368	391,935	358,168	226,380	295,971	525,817	475,496	498,399	491,903	622,420	506,833
정유사업	억원	24,770	22,686	23,008	21,211	32,130	37,331	33,684	32,417	92,880	76,865	93,392	106,844	95,424	70,541	95,433	110,269	107,442	103,517	91,675	135,772	126,578
정유사업	억원	9,722	8,938	9,805	9,896	12,223	15,831	22,393	17,791	26,188	25,338	30,474	32,661	31,983	23,713	33,512	49,815	46,928	42,354	38,361	72,236	55,374
E&P	억원	3,792	3,417	3,300	3,227	4,175	754	1,421	1,533	6,286	5,305	6,378	7,550	6,687	4,448	8,817	15,255	11,262	14,767	19,635	4,683	4,228
배터리사업	억원	16,054	21,077	18,079	14,572	17,912	29,400	18,606	19,871	1,457	3,482	6,903	16,102	30,398	76,177	128,972	62,465	69,782	85,849	82,409	126,512	103,578
SK E&S(발전소/도시가스)	억원	37,521	25,453	25,278	25,278	36,961	25,961	26,425	16,100	23,734	111,022	105,447	62,120	23,734	111,022	105,447	62,120	23,734	111,022	105,447	62,120	23,734
기타	억원	426	308	1,541	1,795	8,221	11,607	-2,215	-4,577						4,315	4,403	3,236	2,785	-2,560	-4,074	-3,405	-28,556
영업이익																						
정유사업	억원	-446	-4,176	5,735	3,374	21,622	35,662	24,402	18,686	19,796	32,283	32,218	21,032	12,693	-24,203	17,417	39,173	19,039	3,557	4,487	10,553	51,105
석화사업	억원	-868	-1,178	5,784	4,550	12,941	24,662	25,002	26,866	26,098	29,481	30,144	20,478	11,411	-16,434	6,729	24,304	17,558	4,873	8,492	88,872	55,105
정유사업	억원	363	-4,633	3,050	4,749	19,303	14,730	13,321	14,321	12,845	19,338	15,021	7,132	4,530	-22,228	11,616	33,911	8,107	4,611	3,499	61,675	32,162
석화사업	억원	-1,143	-1,186	-3,688	-898	1,275	437	448	316	4,310	9,187	13,722	11,175	7,056	-1,212	1,616	1,271	5,165	1,253	-2,786	2,476	5,100
정유사업	억원	1,214	1,346	1,706	1,810	1,885	6,919	6,834	6,183	2,947	4,685	5,049	4,607	3,058	2,622	9,609	10,532	9,978	6,887	6,076	21,821	11,875
E&P사업	억원	1,294	1,030	893	810	647	299	767	708	620	1,032	1,884	2,538	1,961	1,437	3,286	6,415	3,682	5,734	3,997	2,421	1,955
배터리사업(미국 IRA 보조금 반영후)	억원	-2,993	-664	-1																		

표 3. SK 이노베이션(주) 실적 추정 변경 내역

	기존 추정(억원)			신규 추정(억원)			변화율(%)		
	3Q26E	2026E	2027E	3Q26E	2026E	2027E	3Q26E	2026E	2027E
매출액	252,065	1,014,147	845,254	261,344	1,022,974	821,783	3.7%	0.9%	△2.8%
영업이익	20,834	99,315	54,891	24,402	100,553	51,105	17.1%	1.2%	△6.9%
OPM	8.3%	9.8%	6.5%	9.3%	9.8%	6.2%	1.1%	0.0%	△0.3%
세전이익	22,981	62,325	51,683	25,764	42,851	37,311	12.1%	△31.2%	△27.8%
지배순이익	12,623	35,244	28,943	14,162	35,990	27,296	12.2%	2.1%	△5.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

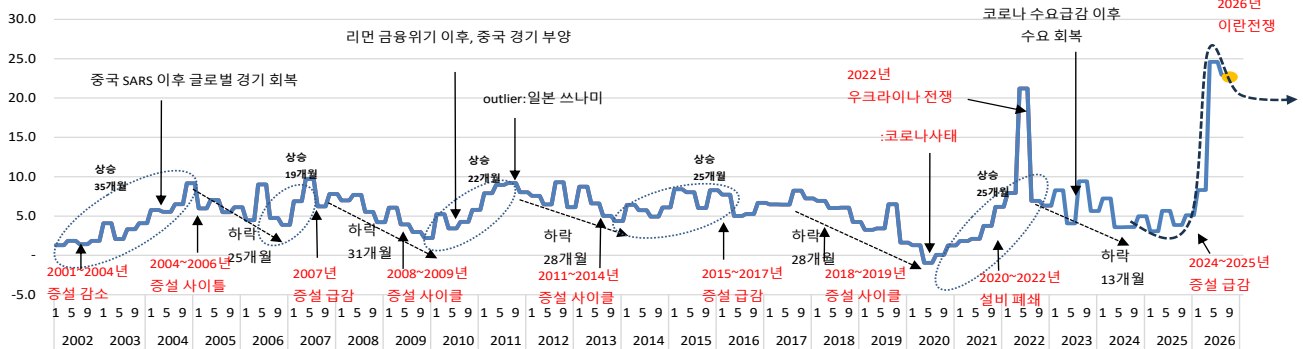
표 4. 글로벌 정유설비 증설 계획 및 특징 : 2026 ~ 2027 년 글로벌 정유설비 공급부족 지속 (이유 : 중동 정유설비 파손 280 만 b/d + 러시아 공급차질 300~400 만 b/d)

지역 구분	2024년	(만b/d)	2025년	(만b/d)	2026년	(만b/d)	2027년	(만b/d)	2028년	(만b/d)	2029년	(만b/d)	2030년	(만b/d)
아메리카	Phillips66(미국, Rodeo)	-	12.5	LyondellBasell(Houston, 미국, 1Q)	-	26.4	Valero(미국, California, 4월)	-	17.0		Petrobras(브라질)	11.5		
	Phillips66(미국, Rodeo, 바이오정유)	5.0		Phillips66(미국, California, 4Q)	-	13.9								
				Olmeca(멕시코)		34.8								
소 계		-	7.5		-	6.3		-	17.0			-	11.5	
유럽	Eni(이탈리아, Livorno)	-	12.0	Shell(독일, Rheinland)	-	14.7								
				Gelsenkirchen(독일)	-	8.0								
				Grangemouth(영국)	-	13.1								
소 계		-	12.0		-	35.8								
동유럽	Yasky(러시아)	3.0					Novosibirsk(러시아)	5.0						
							Seydi(투르크메니스탄)	2.0						
							Ordabasy(카자흐스탄)	4.0						
							Danghara(타지스탄)	1.0						
소 계		3.0					12.0							
아프리카	Dangote Oil Refinery(나이지리아)	65.0							Sonatrach-Hassi Messoudj(알제리)	10.0				
									Dangote Oil Refinery 2(나이지리아)	75.0				
소 계		65.0							85.0					
아시아	중국			Nanshan Group(Yulong project)	40.0		Huajin Aramco Petrochemical	30.0	Qilu petchem	7.0			Aramco/Sinopec Gulei	32.0
				Sinopec Zhenhai(중국)	25.8		(2026년 중반 -> 2026년 말)		Petrochina Dalian(2026년 -> 연가)	20.0				
				CNOOC Dahe	12.0									
				Petrochina Dalian(중국, 3분기)	41.0									
	Dalian2	-	8.0	Dalian 2	-	12.0	Changling Petrochem(합병)	-	23.0					
중국 소계		-	8.0		24.8		23.0		30.0		27.0			32.0
일본	Idemitsu(yamaguchi, 1Q)	-	12.0											
한국	Visakhapatnam2	7.0					Hindustan Petroleum(Rajasthan)	18.0	S-Oil	6.0				
							Numaligarh Refinery	10.0	Chennai Petroleum	16.9				10.0
							Indian Oil(Panipat)	20.0	Indian Oil-Barauni	7.1				
							Indian Oil-Koyali	8.1	Indian Oil-Barauni	13.1				
태국									Thai Oil	12.5				
인도네시아														
말레이시아														
필리핀														
아시안 소계		-13.0		27.8			43.1		71.4		27.0		0.0	42.0
중동	이란						NIOC-Siraf	6.0	NIOC-Abadan	23.5				23.5
	쿠웨이트	KNPC-Al-Zhaur	61.5				Persian Gulf Star(스플리터)	12.0	Dhi Qar	10.0				
이라크	Karbala Refinery(3Q)	14.0	Basra refinery	6.5	Maysan Refinery	7.0			Diwaniya refinery	7.0				10.0
바레인	Bahrain Petroleum-sitra	-11.3					Bahrain Petroleum-sitra	22.5						
소 계		64.2		6.5		7.0	40.5		6.5		-		-	13.5
글로벌 신규증설 합계		99.7		7.8		45.1	111.9		105.5		11.5			28.5
(글로벌 수급)														
글로벌 상급정제 capex(중국)	10,449		10,441		10,486		10,598		10,704		10,715		10,744	
Capex 증감	100		8		45		112		106		12		29	
지방화변수					960		560							
글로벌 상급정제 capex(유호)	10,449		10,441		9,526		10,198		8,963		9,024		9,086	
글로벌 정제량	8,652		8,760		8,631		8,870							
수요 증감	106		108		129		232		93		61		62	
글로벌 설비 가동률(유호)	82.8%		83.9%		90.6%		87.0%		83.7%		84.2%		84.6%	

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 아시아 정유업황 대표지표인 싱가포르 정제마진 추이 : 정제마진 초호황 2027년 상반기까지 지속될 것

(달러/배럴) 싱가포르 정제마진



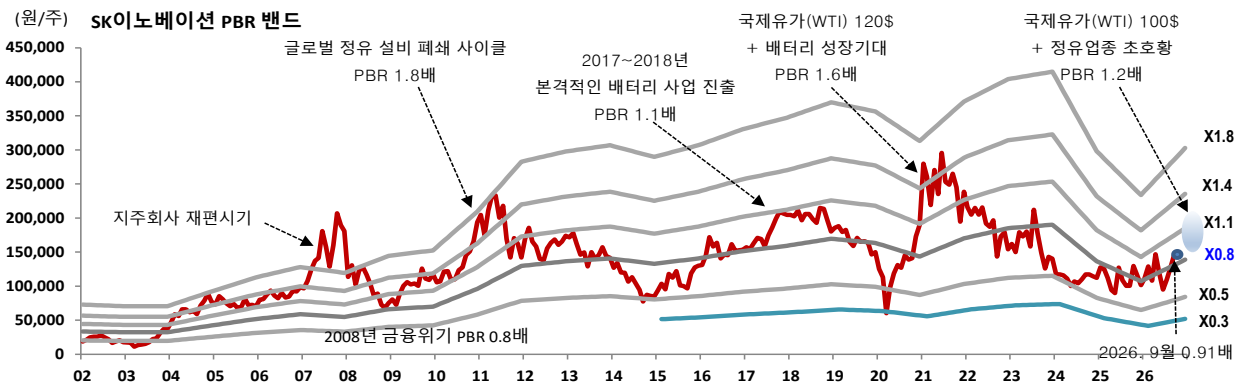
자료: 유안타증권 리서치센터

표 5. SK 이노베이션주 적정 주가 : 2026년 20만원으로 상향 (배경 : 윤활유 가치 상향 + 순차입금 축소 규모 확대)

	기준일 (2026.9월)	주요 내역								
(+) 영업자산가치 (억원)	532,843	사업 부문	지분율	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	(참고)	할인율	적정사업가치(억원)
		▶정유부문	100%	15,372	3,051	18,423	9.5	← 초호황사이클 반영	20%	140,011
		▶석화부문	100%	7,902	1,300	9,203	5.5	← 업황 회복 지연	20%	40,492
		(2026년 NOC 다문사이징 개편, 석화 개편 16%(△117만톤) 감소)								
		▶윤활유부문	100%	7,915	818	8,733	12.5	← 초호황사이클 반영(기준 11.5배)	20%	87,333
		▶자원개발부	100%	3,527		3,527	12.2	매장량 3.8억배럴 x 배럴당 9.5\$	20%	34,536
		▶배터리+분리막	81%/53%	1,711	8,530	10,241	25.0	비상장 할인율→	20%	153,755
		(2025년말~2026년 배터리 다문사이징 반영, 2025년 개편 192GW → 145GW)								
		▶발전소/LNG	92%	7,550	2,884	10,434	10.0	← 초호황사이클 반영	20%	76,715
		(2026년 도시가스 매각 반영, EBITDA 3,000억원 감소)								
사업가치 합산									532,843	
주1) 사업가치 = 평균적인 EBITDA 합출 규모 x 업황판단 EV/EBITDA배율(2.5~11.배) x 비상장 할인율 x 심화 지배율										
주2) 평균적인 영업이익 = 최근 3개년 매출액 x 과거 평균 영업이익률, 사이클에 상관없이 평균적으로 얻을 수 있는 이익 규모를 의미함										
주3) 배터리/분리막 영업이익 = 최근 3개년간 개파 x 평균적인 계약 영업이익률 x 적정 가동률										
주4) 2026년 말 도시가스 사업을 KKR에 매각, EBITDA 3,000억원 감소 반영(=영업이익 1,500억원 + 감가비 1,500억원)										
(+) 투자자산가치 (억원)	38,320	투자자산 구성	지분율	순자산(2025년 12월)	PBR(배)	적정가치(억원)		비 고		
		Sinopec SK 우한	35%	6,566	0.5			3,283	중국 NCC업체	
		대한송유관공사	41%	3,341	0.5			1,671	국내 원유수송	
		전략비축유		677만배럴	배럴당 80\$			7,853	현물 1,450원/달러 적용	
		기타		51,026	0.5			25,513		
		합 계						38,320		
(-) 순차입금 (억원)	232,266	※ 2026년 초 현금자산 16.3조원 + 2026년 잉여현금 4.5조원 + 2027년 잉여현금 1.5조원								
		※ 2026년 초 차입금 38.9조원								
		연간배출량(톤)	탄소가격(\$/톤)	환율	연간 사회적부담액	WACC	현재가치 환산액			
		16,888,549	20	1450	4,898	7.50%	65,302			
보통주 주주가치(A,억원)		338,877								
발행주식수(B, 주)		173,531,634								
※ 2026년 초 발행주식수 169,051,561주 - 지사주 1227주 + 2026년 말 SKI테크놀로지㈜ 흡수합병 주식수 증가 4,481,300주										
보통주 1주당 가치(A/B, 원/주)		200,000								
※ 적정주가 상향 배경(기준 17만원 → 20만원) : ① 카타르 Shell㈜ 윤활기유 설비 파손 영향으로, 그룹 3 윤활기유 부문 초호황진입을 반영해, EV/EBITDA배율을 12.5배로 높임(기준 11.5배)										
② 예상보다 강한 정유/윤활유 초호황으로, 2026년 ~ 2027년 잉여현금 6.5조원 발생으로 순차입금 부담 축소를 반영함										
③ SKI테크놀로지(분리막회사) 흡수 합병으로, 발행주식수 2.6% 증가 반영										
(적전 목표주가)		170,000								

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. SK 이노베이션주의 PBR 밴드 (0.5~1.4배 등락) : 2026년 정유 초강세와 재무부담 완화 = 1.2배 (vs 2026년 9월 0.9배)



자료: 유안타증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	742,696	802,961	1,022,974	821,783	725,517
매출원가	702,562	759,962	880,406	738,180	671,011
매출총이익	40,135	42,998	142,568	83,603	54,506
판매비	39,501	45,698	42,805	32,498	28,691
영업이익	3,557	4,487	100,553	51,105	25,815
EBITDA	25,179	29,654	130,382	81,608	56,443
영업외손익	-26,581	-63,175	-36,901	-1,990	-4,107
외환관련손익	-3,744	3,078	1,750	1,796	0
이자손익	-10,670	-11,195	-9,689	-6,759	-7,276
관계기업관련손익	-4,303	-2,456	415	711	738
기타	-7,864	-52,601	-29,377	2,262	2,430
법인세비용차감전순손익	-23,024	-58,688	63,651	49,116	21,707
법인세비용	-1	-9,550	20,801	11,804	5,180
계속사업순손익	-23,023	-49,138	42,851	37,311	16,527
중단사업순손익	-702	-5,226	235	0	0
당기순이익	-23,725	-54,364	43,085	37,311	16,527
지배지분순이익	-22,600	-33,479	35,990	27,296	11,820
포괄순이익	10,157	-59,379	60,296	37,311	16,527
지배지분포괄이익	122	-37,997	51,325	27,296	11,820

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	22,325	22,831	87,503	88,267	57,941
당기순이익	-23,725	-54,364	43,085	37,311	16,527
감가상각비	21,246	28,653	27,722	27,793	28,237
외환손익	2,617	-2,079	-2,977	-1,796	0
중속, 관계기업관련손익	2,824	2,456	-415	-711	-738
자산부채의 증감	16,744	377	-24,648	11,156	6,344
기타현금흐름	2,619	47,787	44,736	14,514	7,572
투자활동 현금흐름	-72,953	-42,854	-32,359	-33,495	-35,413
투자자산	-1,596	9,905	-755	709	587
유형자산 증가 (CAPEX)	-100,279	-53,672	-34,303	-36,000	-36,000
유형자산 감소	719	5,650	201	0	0
기타현금흐름	28,203	-4,738	2,499	1,796	0
재무활동 현금흐름	73,271	23,457	-38,982	-16,332	-4,485
단기차입금	40,045	-47,006	7,671	-2,734	-1,685
사채 및 장기차입금	128,006	-11,882	-12,127	-13,598	-2,800
자본	26,276	5,880	7,377	0	0
현금배당	-3,137	-6,815	-2,990	-3,398	-3,398
기타현금흐름	-117,919	83,280	-38,914	3,398	3,398
연결범위변동 등 기타	5,264	-1,168	80,147	-44,013	-30,704
현금의 증감	27,907	2,265	96,309	-5,573	-12,660
기초 현금	130,744	158,651	160,916	257,224	251,652
기말 현금	158,651	160,916	257,224	251,652	238,991
NOPLAT	3,557	4,487	100,553	51,105	25,815
FCF	-77,954	-30,841	53,200	52,267	21,941

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	363,184	427,953	507,156	471,962	439,575
현금및현금성자산	158,651	160,916	257,224	251,652	238,991
매출채권 및 기타채권	85,667	78,791	98,484	87,961	80,258
재고자산	103,356	95,586	116,273	97,176	85,152
비유동자산	742,117	628,132	642,216	647,004	651,789
유형자산	567,196	471,950	482,195	490,402	498,165
관계기업 등 지분관련 자산	88,179	74,147	78,784	78,784	78,784
기타투자자산	16,491	11,093	12,629	11,920	11,332
자산총계	1,105,301	1,056,085	1,149,372	1,118,967	1,091,364
유동부채	377,256	410,571	469,056	402,035	424,287
매입채무 및 기타채무	186,893	171,065	203,686	172,504	150,169
단기차입금	120,512	72,017	79,153	76,922	75,653
유동성장기부채	60,499	93,720	99,439	78,051	134,023
비유동부채	331,556	281,599	269,168	271,870	208,887
장기차입금	153,981	169,590	118,629	118,420	91,078
사채	116,341	58,055	79,449	87,447	56,018
부채총계	708,812	692,170	738,224	673,905	633,174
지배지분	246,414	217,921	285,767	309,665	318,087
자본금	7,860	8,761	8,761	8,761	8,761
자본잉여금	127,468	132,448	139,825	139,825	139,825
이익잉여금	82,313	43,043	79,105	103,003	111,425
비지배지분	150,075	145,994	125,381	135,396	140,103
자본총계	396,489	363,915	411,149	445,061	458,190
순차입금	315,326	252,763	152,436	141,676	149,852
총차입금	478,547	419,659	415,203	398,871	394,386

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-21,510	-21,223	21,276	16,133	6,979
BPS	165,656	129,848	168,203	182,269	187,226
EBITDAPS	23,660	18,651	76,560	47,920	33,143
SPS	697,896	505,017	600,685	482,547	426,020
DPS	2,000	0	2,000	2,000	2,000
PER	-5.3	-5.2	6.4	8.5	19.6
PBR	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	23.2	19.4	3.9	6.2	9.2
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	-3.9	8.1	27.4	-19.7	-11.7
영업이익 증가율 (%)	-81.3	26.1	2,141.1	-49.2	-49.5
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	-24.2	-56.7
매출총이익률 (%)	5.4	5.4	13.9	10.2	7.5
영업이익률 (%)	0.5	0.6	9.8	6.2	3.6
지배순이익률 (%)	-3.0	-4.2	3.5	3.3	1.6
EBITDA 마진 (%)	3.4	3.7	12.7	9.9	7.8
ROIC	0.7	0.7	14.5	8.1	3.9
ROA	-2.4	-3.1	3.3	2.4	1.1
ROE	-9.6	-14.4	14.3	9.2	3.8
부채비율 (%)	178.8	190.2	179.6	151.4	138.2
순차입금/자기자본 (%)	128.0	116.0	53.3	45.8	47.1
영업이익/금융비용 (배)	0.2	0.3	6.7	3.8	1.8

Key Chart

연간 영업이익의 전망 : 상향

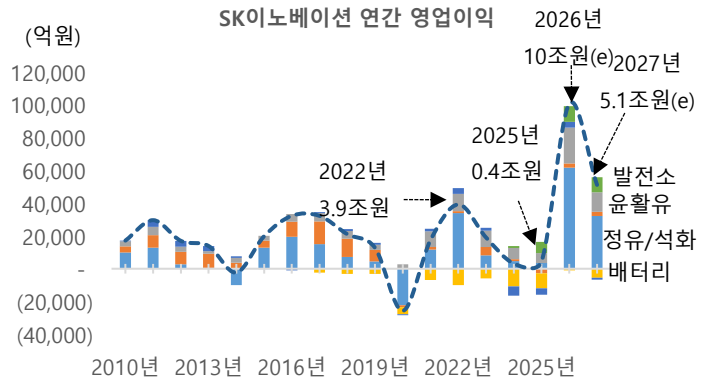
2022년 3.9조원(러우 전쟁)

...

2025년 0.4조원

2026년 10.0조원(e, 호르무즈 봉쇄)

2027년 5.1조원(e)



자료: 유안타증권 리서치센터

OSP 적용후 복합정제마진 : 강세

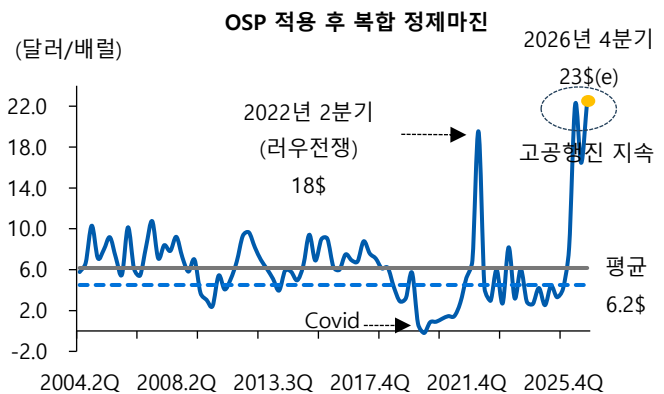
2022년 8.4\$/배럴

...

2025년 3.6\$

2026년 상반기 15.2\$

하반기 20\$(e)



자료: 유안타증권 리서치센터

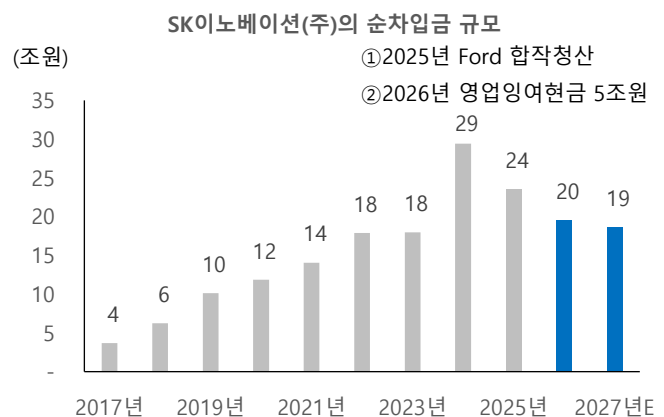
구조조정 후 순차입금 축소 :

2024년 △29조원

2025년 △24조원(Ford*) 배터리 축소)

...

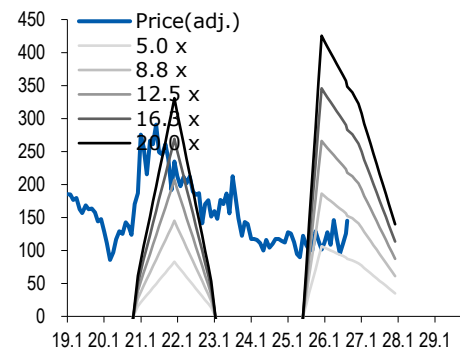
2027년 △19조원(실적 호조로 잉여현금)



자료: 유안타증권 리서치센터

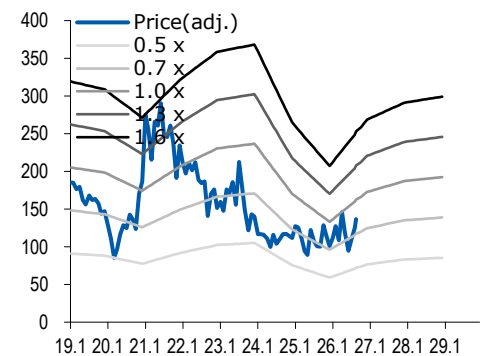
P/E band chart

(천원)

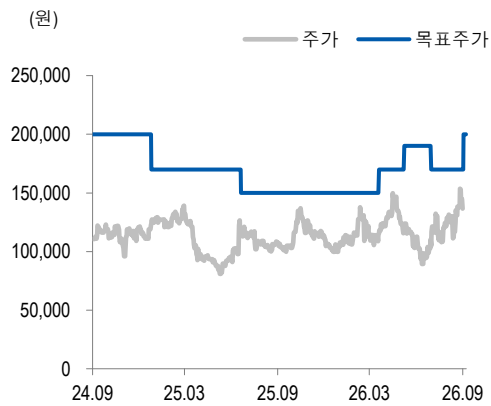


P/B band chart

(천원)



SK 이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-09-15	BUY	200,000	1년		
2026-07-14	BUY	170,000	1년	-26.77	-9.71
2026-05-22	BUY	190,000	1년	-44.74	-35.95
2026-04-02	BUY	170,000	1년	-24.14	-11.88
2025-07-04	BUY	150,000	1년	-25.12	-8.20
2025-01-08	BUY	170,000	1년	-35.31	-18.12
2024-06-04	BUY	200,000	1년	-44.32	-38.50

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.8
Hold(중립)	3.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-09-14

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **황규원**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.