

SK이노베이션 (096770)

결국엔 또 SK-On에 발목 잡히는 중

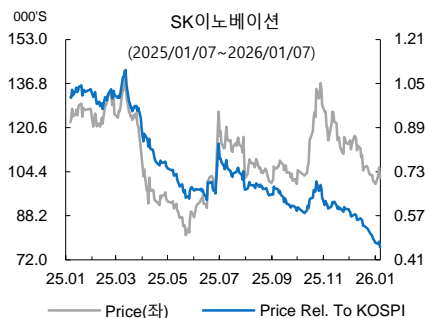
Hold (Maintain)

목표주가(12M)	117,000원(하향)
증가(2026.01.07)	102,000원
상승여력	14.7 %

Stock Indicator

자본금	786십억원
발행주식수	16,905만주
시가총액	17,243십억원
외국인지분율	12.7%
52주 주가	81,100~139,200원
60일평균거래량	377,417주
60일평균거래대금	45.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.0	-2.8	-9.7	-16.8
상대수익률	-22.0	-31.0	-58.5	-99.4



[투자포인트]

- 목표주가 14.8만원에서 11.7만원으로 변경, 투자의견 Hold 유지
- 4분기 영업이익 3,195억원(-44.3%QoQ)으로 컨센서스 3,320억원 하회할 전망. 정유/화학 개선에도 불구하고 On 적자 확대 영향. E&S 또한 SMP 하락과 도시가스 계절적 비수기로 영업이익 기여도 크지 않을 전망
- 정유 영업이익 3,938억원(+29.5%QoQ) 예상. 러시아 18차 제재 앞두고 유럽의 디젤 재고축적 수요 급증하며 등/경유 중심으로 정제마진 강세 보인 영향. 10월 이후 유가 하락으로 재고손실 불가피하나, 정제마진 상승이 이를 충분히 상쇄시키며 24년 1분기 이후 최대 규모의 이익 기록 전망. 화학 영업적자 -120억원(적자축소QoQ) 예상되는데, 사업부 내 비중 가장 높은 PX 스프레드 개선에 근거
- 배터리(On) 영업적자 -2,947억원(적자확대QoQ) 예상. 유럽 내 판매는 소폭 증가한 것으로 추정되나, 미국 EV 보조금 중단 이후 판매량 급감했고 AMPC도 1,256억원(-475억원QoQ)에 그쳤을 듯. 3분기부터 가동된 BOSK 켄터키 공장 관련 고정비 부담도 여전히 발생하고 있는데, 26년 3월 말에 매각 마무리 예정인 만큼 1분기까지는 관련 비용이 동사 실적에 계속 반영될 수밖에 없어 실적 눈높이 하향조정 필요
- 26년은 정유/화학/E&S 실적 개선으로 영업이익 1.33조원(+208%YoY) 전망. 그러나 동사 실적과 재무구조, 주가에서 가장 중요한 것은 SK-On 정상화. 중국 EUE 법인 청산과 BOSK 켄터키 매각을 시작으로 On 구조조정 시작했음은 고무적이나, 펀더멘털 측면에서 고무적 변화를 기대하기엔 여전히 역부족. 향후 유럽/중국 자산 매각 등 재무구조 개선을 위한 추가 움직임 출현, On의 부정적 기여도 조금이나마 완화될 때 투자의견 변경 검토 예정

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	74,717	80,735	74,885	77,021
영업이익(십억원)	315	431	1,329	2,944
순이익(십억원)	-2,260	-1,571	-287	1,073
EPS(원)	-21,236	-9,942	-1,688	6,298
BPS(원)	161,813	155,468	150,201	155,754
PER(배)				16.2
PBR(배)	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	-9.6	-6.1	-1.1	4.1
배당수익률(%)	3.6	4.0	4.0	4.0
EV/EBITDA(배)	16.6	10.6	8.9	6.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	21,147	19,307	20,533	19,749	19,053	18,658	18,543	18,631	74,717	80,735	74,885
영업이익	-45	-418	574	320	395	260	321	352	315	431	1,329
영업이익률	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.6%	2.1%	1.4%	1.7%	1.9%	0.4%	0.5%	1.8%
정유											
매출액	11,918	11,119	12,442	12,281	11,446	11,222	11,091	10,888	49,840	47,760	44,647
영업이익	36	-466	304	394	211	173	119	136	461	268	639
영업이익률	0.3%	-4.2%	2.4%	3.2%	1.8%	1.5%	1.1%	1.3%	0.9%	0.6%	1.4%
화학											
매출액	2,477	2,269	2,415	2,089	2,058	2,055	1,990	2,001	10,352	9,250	8,103
영업이익	-114	-119	-37	-12	-9	11	17	32	125	-282	51
영업이익률	-4.6%	-5.2%	-1.5%	-0.6%	-0.4%	0.5%	0.8%	1.6%	1.2%	-3.0%	0.6%
운할유											
매출액	972	894	981	891	956	1,002	946	927	4,235	3,738	3,830
영업이익	121	135	171	144	138	137	145	134	687	570	554
영업이익률	12.5%	15.1%	17.4%	16.1%	14.4%	13.7%	15.3%	14.4%	16.2%	15.3%	14.5%
배터리(AMPC 포함)											
매출액	1,605	2,108	1,808	1,501	1,531	1,762	1,790	2,024	6,267	7,022	7,106
영업이익	-299	-66	-125	-295	-231	-219	-130	-95	-1,127	-785	-675
영업이익률	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-19.6%	-15.1%	-12.4%	-7.3%	-4.7%	-18.0%	-11.2%	-9.5%
배터리(AMPC 제외)											
매출액	1,605	2,108	1,808	1,501	1,531	1,762	1,790	2,024	6,267	7,022	7,106
영업이익	-477	-340	-298	-420	-352	-352	-286	-304	-1,420	-1,535	-1,294
영업이익률	-29.7%	-16.1%	-16.5%	-28.0%	-23.0%	-20.0%	-16.0%	-15.0%	-22.7%	-21.9%	-18.2%
AMPC 관련 추정											
판매량(GW)	2.7	4.3	2.5	2.0	1.9	2.1	2.5	3.3	4.8	11.6	9.8
AMPC 반영 금액	178.0	273.4	173.1	125.6	121.3	133.4	156.2	208.3	292.5	750.1	619.2
SK E&S											
매출액	3,752	2,545	2,528	2,641	2,731	2,285	2,395	2,468	2,354	11,467	9,878
영업이익	193	115	255	123	295	162	176	153	123	686	785
영업이익률	5.1%	4.5%	10.1%	4.6%	10.8%	7.1%	7.3%	6.2%	5.2%	6.0%	7.9%
SK IET 및 기타											
매출액	422	372	360	345	332	333	331	323	1,670	1,499	1,320
영업이익	18	-16	5	-34	-9	-4	-5	-7	46	-27	-24
영업이익률	4.3%	-4.3%	1.4%	-9.8%	-2.6%	-1.1%	-1.4%	-2.1%	2.8%	-1.8%	-1.8%

SK이노베이션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(단위: 십억원)	기존 (2025.10.31)			변경 (2026.01.08)			참고 내용
	25~26년 EBITDA	Mutiple	EV	26년 EBITDA	Mutiple	EV	
사업가치 합계			44,187			40,038	(A)= (a)+(b)+(c)+(d)+(e)+(f)+(g)
정유	1,185	8.9	10,547	1,319	7.3	9,625	(a) 아시아 정유 업체 26년 EV/EBITDA 평균
화학	294	6.7	1,971	471	5.6	2,640	(b) 아시아 석유화학 업체 26년 EV/EBITDA 평균
유탄유	926	8.9	8,239	910	7.3	6,640	(c) 아시아 정유업체 26년 EV/EBITDA 평균
배터리(SK-On)	822	6.4	4,709	716	5.4	3,487	(d) 글로벌 배터리 26년 EV/EBITDA 대비 50% 할인 (지분율 90.2% 반영)
소재(SKIET)	243	7.3	1,088	277	6.9	766	(e) SKIET 시가총액 기준 지분가치 70% 할인 및 EV/EBITDA 적용 값 평균
E&P			7,178			7,178	(f) 23년 말 확인 매장량 3.3억 배럴, 배럴당 \$15 적용
SK E&S	1,216	8.6	10,456	1,244	7.8	9,703	(g) SK가스, 한국전력 26년 EV/EBITDA 평균
투자자산가치	11,078		7,755	9,986		6,990	(B): 2026년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			26,737			27,106	(C): 2026년 당사 예상치 기준
우선주 시가총액			99.7			86.6	(D): 2026년 1월 7일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			25,105			19,836	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주식 수	169,052,788			169,052,788			
적정주가 (원)			148,504			117,337	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			148,000			117,000	기존 대비 -21% 하향 조정
현재주가 (원)			128,900			102,000	2026년 1월 7일 종가 기준
상승여력(%)			14.8%			14.7%	

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		36,318	38,497	36,262	36,835
현금 및 현금성자산		15,865	17,160	16,983	17,559
단기금융자산		266	271	269	271
매출채권		8,753	8,785	8,424	8,659
재고자산		10,336	11,168	9,735	10,013
비유동자산		74,212	73,639	72,698	71,938
유형자산		56,720	58,959	58,674	59,002
무형자산		2,938	2,501	2,137	1,834
자산총계		110,530	112,136	108,960	108,773
유동부채		37,726	36,974	36,549	36,304
매입채무		9,912	9,695	8,993	9,249
단기차입금		12,051	12,401	12,551	11,751
유동성장기부채		6,050	5,122	5,205	5,459
비유동부채		33,156	33,756	31,916	30,976
사채		11,634	12,734	12,234	11,734
장기차입금		15,398	14,898	14,098	13,298
부채총계		70,881	70,730	68,466	67,280
지배주주지분		24,641	26,476	25,579	26,525
자본금		786	876	876	876
자본잉여금		12,747	14,657	14,657	14,657
이익잉여금		8,231	6,320	5,693	6,426
기타자본항목		2,733	3,779	3,509	3,722
비지배주주지분		15,007	14,929	14,915	14,968
자본총계		39,649	41,406	40,494	41,493

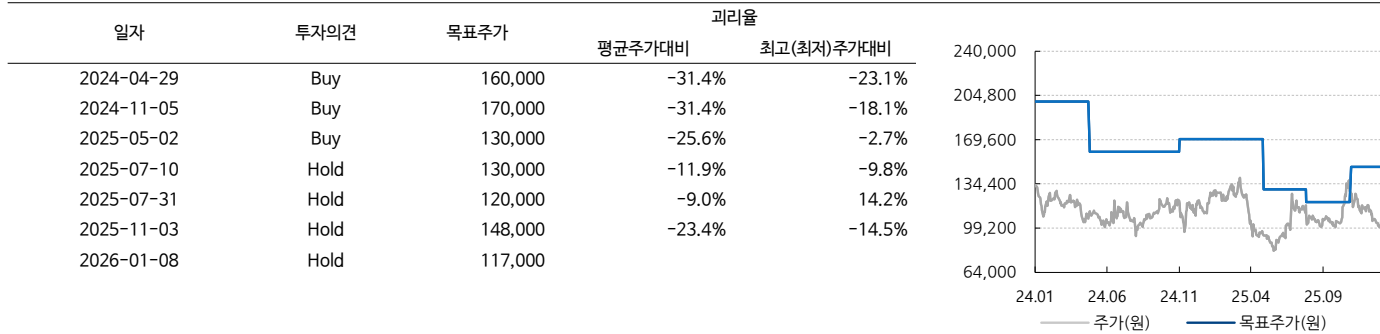
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		2,233	906	4,006	4,951
당기순이익		-2,372	-1,650	-302	1,126
유형자산감가상각비		2,125	3,361	3,235	2,952
무형자산상각비		330	436	364	303
지분법관련손실(이익)		-430	-60	53	-56
투자활동 현금흐름		-7,295	991	3,631	3,552
유형자산의 처분(취득)		-9,956	-5,600	-2,950	-3,280
무형자산의 처분(취득)		-175	-	-	-
금융상품의 증감		-3,746	97	79	336
재무활동 현금흐름		7,327	4,164	1,033	253
단기금융부채의증감		1,524	-578	233	-546
장기금융부채의증감		4,012	600	-1,300	-1,300
자본의증감		-	2,000	-	-
배당금지급		-85	-85	-85	-85
현금및현금성자산의증감		2,791	1,295	-178	577
기초현금및현금성자산		13,074	15,865	17,160	16,983
기말현금및현금성자산		15,865	17,160	16,983	17,559

자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		74,717	80,735	74,885	77,021
증가율(%)		-3.3	8.1	-7.2	2.9
매출원가		70,678	76,311	69,971	70,384
매출총이익		4,039	4,424	4,914	6,637
판매비와관리비		4,016	3,993	3,585	3,693
연구개발비		480	-	-	-
기타영업수익		292	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		315	431	1,329	2,944
증가율(%)		-83.4	36.6	208.5	121.5
영업이익률(%)		0.4	0.5	1.8	3.8
이자수익		420	454	449	464
이자비용		1,520	1,462	1,429	1,371
지분법이익(손실)		-430	-60	53	-56
기타영업외손익		-518	-604	-258	-196
세전계속사업이익		-2,380	-1,736	-389	1,453
법인세비용		-7	-87	-88	327
세전계속이익률(%)		-3.2	-2.2	-0.5	1.9
당기순이익		-2,372	-1,650	-302	1,126
순이익률(%)		-3.2	-2.0	-0.4	1.5
지배주주귀속 순이익		-2,260	-1,571	-287	1,073
기타포괄이익		3,388	624	624	624
총포괄이익		1,016	-1,026	322	1,750
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-21,236	-9,942	-1,688	6,298
BPS		161,813	155,468	150,201	155,754
CFPS		1,829	14,083	19,444	25,412
DPS		4,050	4,050	4,050	4,050
Valuation(배)					
PER					16.2
PBR		0.7	0.7	0.7	0.7
PCR		61.2	7.2	5.2	4.0
EV/EBITDA		16.6	10.6	8.9	6.7
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-9.6	-6.1	-1.1	4.1
EBITDA이익률		3.7	5.2	6.6	8.0
부채비율		178.8	170.8	169.1	162.1
순부채비율		73.1	67.0	66.3	58.8
매출채권회전율(x)		8.9	9.2	8.7	9.0
재고자산회전율(x)		7.0	7.5	7.2	7.8

SK이노베이션 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비용등급공시 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-