SK이노베이션 (096770)

황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantakorea.com
서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantakorea.com

Big Bath는 매수 기회인가?

2026년 순익 흑자전환 조심스레 기대

Big-Bath 이후 2026년 흑자전환을 기대할 수 있다. 2026년 예상 실적은 '매출액 70.1조원, 영업이익 1.6조원(영업이익률 2.2%), 지배주주 순이익 3,587억원' 등이다. 순손익 규모는 전년 △3.2조원에서 크게 개선되는 것이다. 구조조정에 따른 배터리 손상차손 △4.2조원에서 벗어나는 가운데, 화학부문(PX) 효과를 기대할 수 있다. 부문별 추정치는 '정유 5,578억원(전년 3,491억원), 배터리 △1.0조원(AMPC 4,902억원 포함, 전년 △9,319억원), E&S 8,968억원, 석화/윤활유/자원개발/기타 1.1조원(전년 3,498억원)' 등이다.

2026년 구조조정 마무리 단계 진입

2024년 SK E&S(발전소) 합병, 2025년 8조원 외부자금 조달에 이어, 2026년 2가지 설비 다운사이징(규모 축소)이 진행된다. 구조조정 마무리 단계이다. ① SK온㈜ 배터리 캐파 2025년 192GW에서 145GW로, △24% 축소한다. 중국 합작청산 △10GW와 미국 포드㈜ 합작청산 △37GW 효과이다. ② SK지오센트릭㈜의 울산 화학 구조조정도 대기하고 있다. NCC(나프타 분해설비) 합리화 과정 속에 에틸렌/프로필렌/부타디엔 등 업스트림 설비 △117만톤 박스업 방식으로, △22% 줄어들 수 있다. 다만, 다운스트림 PE/PP는 합작형태로 존속될 것으로 보인다.

목표주가 15만원 유지, 손상차손 후 주가 회복 기대

2가지 다운사이징을 반영해도, 2026년 적정주가 15만원에 변화가 없다. 사업가치 축소와 재무구조 개선으로 상충되기 때문이다. ① 사업가치는 △7.1조원 줄어든다. 배터리 사업가치 15.4조원(기존 21.7조원, 캐파 24% 하락)와 화학 사업가치 4.1조원(기존 4.9조원, 캐파 22% 축소) 등으로 재조정했다. 반면, ② 연결 순차입금 규모가 30조원에서 23조원으로, 약 △7조원 줄어들 수 있다. 2026년 1월 대규모 손상차손 이후, 주가는 점차 회복 국면에 진입할 것이다.

BUY (M)

목표주가	150,000원 (M)
직전 목표주가	150,000원
현재주가 (01/28)	108,200원
상승여력	39%

시가총액	182,915억원
총발행주식수	170,301,214주
60일 평균 거래대금	363억원
60일 평균 거래량	324,938주
52주 고/저	139,200원 / 81,100원
외인지분율	12.71%
배당수익률	1.79%
주요주주	SK 외 12 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.7	(18.0)	(14.9)
상대	(16.3)	(36.4)	(58.2)
절대 (달러환산)	6.1	(17.2)	(14.3)

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	193,097	-0.5	-6.0	200,834	-3.9
영업이익	3,368	110.6	-41.3	3,194	5.4
세전계속사업이익	-42,962	적지	적전	117	-36,819.8
지배순이익	-21,066	적지	적지	-1,040	-1,926.6
영업이익률 (%)	1.7	+0.9 %pt	-1.1 %pt	1.6	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	-10.9	적지	적지	-0.5	-10.4 %pt

주 : 2025년 4분기 실적 = 2025년 연간 잠정실적 - 2025년 1~3분기 누적 실적
자료: 유안타증권

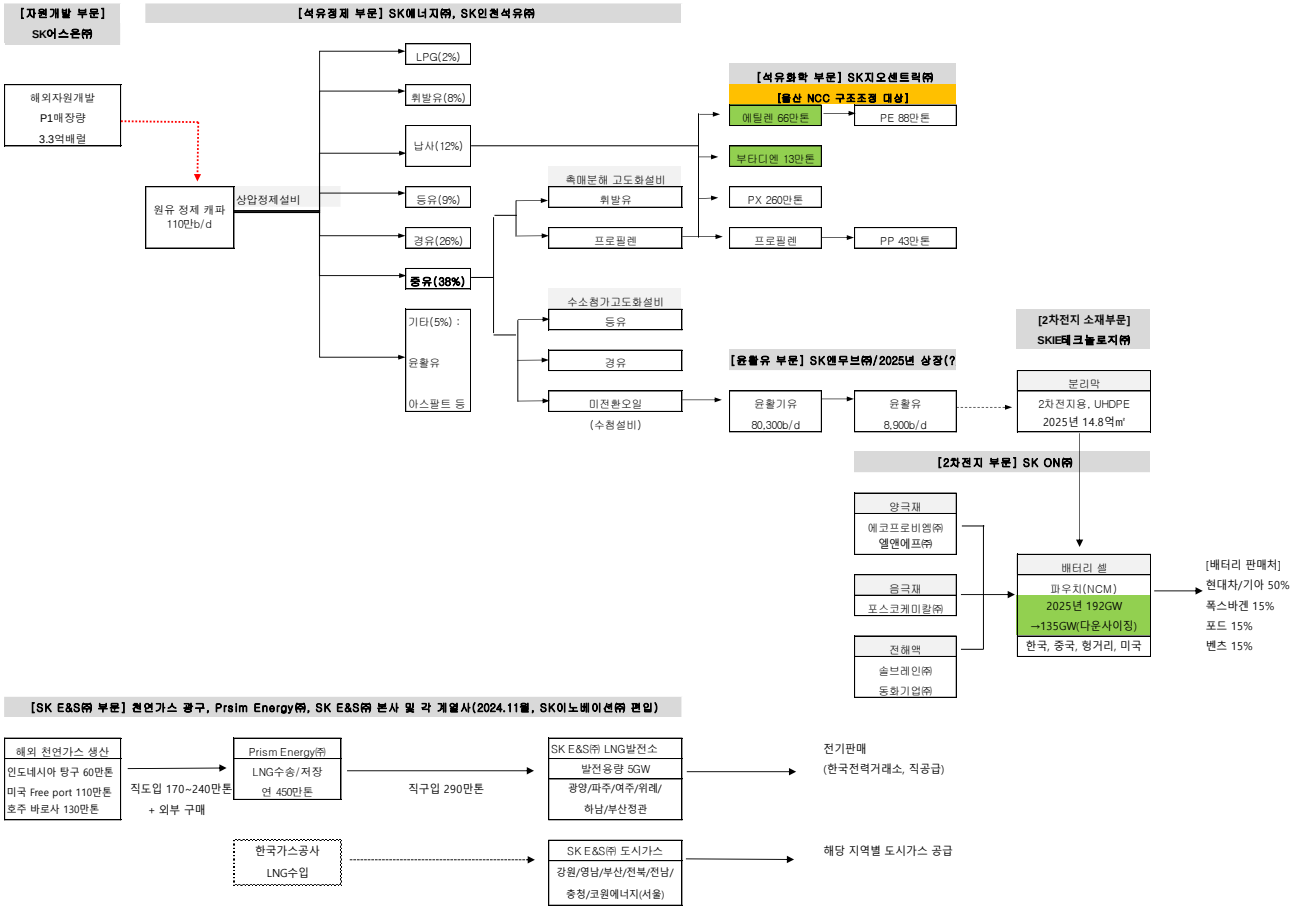
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	772,885	747,170	802,961	701,252
영업이익	19,039	3,155	4,481	15,603
지배순이익	2,563	-22,600	-32,156	3,587
PER	61.5	-5.3	-5.4	51.3
PBR	0.7	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA	12.4	23.5	21.9	14.8
ROE	1.2	-9.6	-13.4	1.5

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

그림 1. SK 이노베이션㈜의 연결 사업 구조 : 2026 년 2 가지 다운사이징 진행, ① 배터리 캐파 축소, ② 석화 NCC Box-up(가동 중단)



자료: 유안타증권 리서치센터

표1. SK 이노베이션㈜의 실적 추정치 : 2025년 영업이익 4,481억원 → **2026년 1.6조원(e) → 2027년 2.5조원(e)**

[국제유가]	이란발 유가하락	회복 유가 상승	Covid 유가 하락시기	전쟁으로 유가 강세 시기	공급증가에 따른 유가 안정 시기				
[정유업황]	증설 감소에 따른 정유회복	정유 하락 시기	정유설비 폐쇄 사이클	정유업황 호조 시기					
[석화업황]	증설 제한, 수요회복으로 석화 호황	Covid위축	재난지원금 수혜시기	증설 및 유가 상승으로 업황 바닥	회복시기				
[배터리업황]	중대형 배터리 출발	배터리 거래처 확보	배터리 MS확대	수요성장 둔화로 경쟁 심화 시기					
[SK이노베이션 설비 변화]	설비 투자 정체기	배터리 설비 공격 확장 시기	SK E&S 합병						

		2025				2026				연간실적												
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	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
석유화학 PE	(만톤)	26	26	26	26	26	26	26	26	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102
자원개발 원유등가물 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	5.5	5.6	6.0	6.0	6.0	6.0
윤활기유	(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	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 33GW	미국 켄터키 37GW	중국 7GW합작해지		켄터키 37GW합작해지		헝대차 JV 37GW													조지아 37gw	
분리막	(억㎡)	3.9	3.9	3.9	4.7	4.7	4.7	4.7	6.9	2.1	2.1	2.1	3.2	4.8	6.1	12.0	15.4	15.4	15.4	16.3	21.0	28.5
					폴란드 3.4억				폴란드 4.3억											폴란드 3.4억	폴란드 4.3억	폴란드 4.3억
LNG발전소	(GW/h)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0											5.0	5.0	5.0
주요제품 가격																						
휘발유(자동차 연료)	$/배럴	83.0	76.8	78.4	77.0	68.0	62.0	61.0	63.0	69.5	56.3	67.8	81.4	69.5	44.9	78.5	111.2	94.0	88.6	78.8	63.5	67.5
경유(자동차 및 산업 연료)	$/배럴	90.2	81.9	87.9	86.7	75.0	68.0	67.0	71.0	64.8	52.4	66.0	85.5	77.5	48.4	76.3	131.0	104.0	95.4	86.7	70.3	75.0
등유(항공유 등)	$/배럴	90.2	81.1	86.2	87.5	75.5	67.0	66.0	71.5	64.8	52.7	64.7	85.3	77.2	44.7	75.1	126.8	104.6	95.3	86.3	70.0	75.5
B/C유(선박 및 화력발전 연료)	$/배럴	75.1	68.7	64.5	56.5	48.0	46.0	45.0	45.0	45.3	35.5	49.4	66.0	57.7	39.2	64.5	82.5	71.9	74.1	66.2	46.0	52.0
나프타(석화 원료)	$/배럴	71.4	62.4	63.3	60.3	53.0	45.0	44.0	49.0	52.4	42.6	53.7	67.3	57.0	40.3	70.8	83.1	69.1	72.2	64.4	47.8	52.0
두바이유(원재료)	$/배럴	76.1	66.7	69.9	63.6	58.0	53.0	52.0	55.0	51.9	40.3	52.8	69.9	63.1	42.2	68.9	97.1	81.9	79.7	69.1	54.5	60.0
에틸렌(기초유분)	$/배럴	853	768	799	721	732	707	718	765	1,058	1,040	1,151	1,215	852	732	1,013	1,009	838	853	785	731	792
PX(폴리에스터 원료)	$/배럴	854	806	832	825	822	827	818	795	823	778	832	1,049	882	560	844	1,098	1,033	956	829	816	802
부타디엔(합성고무 원료)	$/배럴	1,462	1,166	1,112	927	1,172	1,327	1,318	1,195	861	1,082	1,486	1,414	1,053	711	1,014	1,109	1,009	1,443	1,167	1,253	1,247
SM(IT 외장재 원료)	$/배럴	1,044	951	913	821	972	977	968	945	1,098	1,024	1,221	1,301	979	733	1,160	1,209	1,064	1,125	932	966	972
합성수지(포장재 등)	$/배럴	1,010	979	973	965	915	890	901	948	1,174	1,218	1,262	1,217	992	926	1,225	1,167	976	1,014	982	914	975
벤젠(IT외장재 원료)	$/배럴	889	747	732	674	692	727	718	695	679	646	817	822	641	487	917	1,038	916	1,004	761	708	722
자일렌(폴리에스터 원료)	$/배럴	773	697	699	693	702	747	738	715	638	566	586	728	653	442	687	989	945	865	715	726	742
프로필렌(자동차 범퍼 등 원료)	$/배럴	830	762	756	731	732	697	708	745	788	713	880	1,038	882	801	1,013	1,002	846	833	770	721	772
나프타(원재료)	$/배럴	663	578	591	562	522	477	468	495	497	406	495	614	527	383	651	789	654	683	598	491	522
윤활기유	$/배럴	120	118	124	119	108	102	102	104	84	82	97	111	97	79	134	166	153	130	120	104	108
배터리(수출가격)	$/톤	33,202	31,432	35,156	32,654	34,932	35,608	35,349	36,771			33,669	35,094	36,631	34,625	32,150	40,198	41,973	42,241	33,111	35,665	35,853
양극재(원재료)	$/톤	23,201	23,203	22,460	22,167	23,433	22,904	23,270	23,922			33,270	57,079	29,230	22,570	24,250	42,823	44,560	27,063	22,758	23,382	25,194
인조흑연(원재료)	$/톤	4,203	3,786	4,188	4,544	4,177	4,177	4,177	4,177			8,388	5,776	5,329	5,224	4,932	5,409	5,746	5,568	4,180	4,177	4,177
분리막(원재료)	$/톤	60,349	62,604	62,289	64,822	62,289	62,289	62,289	62,289			78,371	75,958	68,303	62,960	56,791	61,044	58,649	55,582	62,516	62,289	62,289
SMP(전력판매가격)	원/khw	116	123	115	94	105	100	93	90										114	112	97	102
환율	원/달러	1,452	1,403	1,387	1,451	1,440	1,430	1,440	1,430	1,134	1,161	1,131	1,100	1,165	1,180	1,144	1,292	1,307	1,364	1,423	1,435	1,400
사업부문별 가격 및 스프레드																						
싱가폴정제마진(Datastream)	$/배럴	3.1	5.5	3.9	5.1	5.0	3.9	3.6	4.6	7.6	6.1	7.1	5.9	3.7	0.4	3.5	10.8	6.7	4.9	4.4	4.3	4.1
OSP(초경질 15%, 경질 25%, 중질 60%)	$/배럴	1.1	2.2	1.2	1.9	-0.1	1.0	1.0	1.0	-1.2	-2.0	-0.8	0.0	1.0	-0.5	1.5	4.6	3.4	1.8	1.6	0.7	1.0
OSP 50% 반영후 싱가폴정제마진	$/배럴	2.5	4.4	3.3	4.2	5.1	3.4	3.1	4.1	8.2	7.1	7.5	5.9	3.2	0.7	2.7	8.5	5.0	3.9	3.6	3.9	3.6
석화마진(주력제품 가중평균 스팟마진)	$/톤	229	237	227	227	284	341	345	305	335	389	398	398	377	223	270	294	329	291	230	319	297
윤활기유 마진(윤활유-50%*B/C-0.5*등유)	$/배럴	37	43	48	48	47	45	46	46	29	38	40	35	40	36	63	59	65	45	44	46	45
배터리 스프레드	$/톤	16,879	15,070	18,958	16,262	18,774	19,279	18,988	20,159	0		11,375	2,548	15,732	18,045	15,763	15,525	15,571	23,860	16,792	19,300	18,841
매출액	**억원**	**211,466**	**193,066**	**205,332**	**193,097**	**191,717**	**164,136**	**169,027**	**176,372**	**483,563**	**395,205**	**461,627**	**542,165**	**498,765**	**345,499**	**468,534**	**780,569**	**772,885**	**747,170**	**802,961**	**701,252**	**753,554**
정유사업	억원	119,181	111,187	124,421	117,114	110,027	92,804	93,711	98,143	352,997	283,698	333,368	391,935	358,168	226,380	295,971	525,817	475,496	498,399	471,903	394,685	415,313
석화사업	억원	24,770	22,686	23,008	21,211	23,000	21,645	23,033	21,279	92,880	76,865	93,392	106,844	95,424	70,541	95,433	110,269	107,442	103,517	91,675	88,958	89,028
윤활유사업	억원	9,722	8,938	9,805	9,896	8,936	8,231	8,201	8,366	26,188	25,358	30,474	32,661	31,583	23,713	33,512	49,815	46,928	42,354	38,361	33,734	36,516
E&P	억원	3,792	3,417	3,200	3,227	2,749	2,508	2,420	2,478	6,286	5,305	6,358	7,550	6,687	4,448	8,817	15,255	11,262	14,767	13,636	10,155	10,485
배터리사업	억원	16,054	21,077	18,079	14,572	14,875	16,831	20,704	22,199			1,457	3,482	6,903	16,102	30,398	76,177	128,972	62,485	69,782	74,609	96,827
SK E&S(발전소/도시가스)	억원	37,521	25,453	25,278	25,278	31,516	21,518	19,702	22,961										23,734	111,022	95,697	101,646
기타	억원	426	308	1,541	1,799	614	598	1,256	945						4,315	4,403	3,236	2,785	1,914	4,074	3,414	3,739
영업이익	**억원**	**-446**	**-4,176**	**5,735**	**3,368**	**2,982**	**2,135**	**5,848**	**4,639**	**19,796**	**32,283**	**32,218**	**21,032**	**12,693**	**-24,203**	**17,417**	**39,173**	**19,039**	**3,155**	**4,481**	**15,603**	**25,126**
원유재고평가액 영업이익(E)		**-666**	**-1,176**	**5,784**	**4,544**	**5,482**	**3,135**	**6,248**	**4,439**	**28,096**	**28,461**	**30,144**	**20,476**	**11,401**	**-16,434**	**6,729**	**24,304**	**17,558**	**4,271**	**8,486**	**19,303**	**25,926**
정유사업	억원	363	-4,663	3,042	4,749	1,200	-37	874	3,541	12,845	19,393	15,021	7,132	4,503	-22,228	11,616	33,911	8,107	4,611	3,491	5,578	7,528
석화사업	억원	-1,143	-1,186	-368	-89	380	1,591	2,014	933	4,310	9,187	13,772	11,175	7,056	-1,212	1,616	1,271	5,165	1,253	-2,786	4,919	4,006
윤활유사업	억원	1,214	1,346	1,706	1,810	1,203	1,355	1,421	1,663	2,947	4,685	5,049	4,607	3,058	2,622	9,609	10,532	9,978	6,867	6,076	5,642	5,833
E&P사업	억원	1,204	1,090	893	810	868	825	880	961	620	1,052	1,884	2,538	1,961	1,437	3,286	6,415	3,682	5,734	3,997	3,534	3,736
배터리사업(미국 IRA 보조금 반영후)	억원	-2,993	-664	-1,248	-4,414	-2,899	-2,675	-1,636	-2,810			-2,321	-3,175	-3,091	-4,265	-6,827	-9,912	-5,809	-10,787	-9,319	-10,020	-4,785
SK E&S(발전소/도시가스)		1,931	1,150	2,554	1,176	2,925	1,953	3,200	889										1,142	6,811	8,968	9,647
기타	억원	-1,022	-1,249	-844	-674	-695	-877	-906	-538						-557	-1,883	-3,044	-2,084	-5,665	-3,789	-3,017	-839
※ 미국 IRA 생산보조금 최대치 추정		1,708	2,734	1,731	1,013	1,091	1,084	1,368	1,359									6,179	2,925	7,186	4,902	7,394
영업이익률	**%**	**-0.2%**	**-2.2%**	**2.8%**	**1.7%**	**1.6%**	**1.3%**	**3.5%**	**2.6%**	**4.1%**	**8.2%**	**7.0%**	**3.9%**	**2.5%**	**-7.0%**	**3.7%**	**5.0%**	**2.5%**	**0.4%**	**0.6%**	**2.2%**	**3.3%**
원유재고평가액 영업이익률	**%**	**-0.3%**	**-0.6%**	**2.8%**	**2.4%**	**2.9%**	**1.9%**	**3.7%**	**2.5%**	**5.4%**	**7.2%**	**6.5%**	**3.8%**	**2.3%**	**-4.8%**	**1.4%**	**3.1%**	**2.3%**	**0.6%**	**1.1%**	**2.8%**	**3.4%**
정유사업	%	0.3%	-4.2%	2.4%	4.1%	1.1%	0.0%	0.9%	3.6%	3.6%	6.8%	4.5%	1.8%	1.3%	-9.8%	3.9%	6.4%	1.7%	0.9%	0.7%	1.4%	1.8%
석화사업	%	-4.6%	-5.2%	-1.6%	-0.4%	1.7%	7.4%	8.7%	4.4%	4.6%	12.0%	14.7%	10.5%	7.4%	-1.7%	1.7%	1.2%	4.8%	1.2%	-3.0%	5.5%	4.5%
윤활유사업	%	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	13.5%	16.5%	17.3%	19.9%	11.3%	18.5%	16.6%	14.1%	9.7%	11.1%	28.7%	21.1%	21.3%	16.2%	15.8%	16.7%	16.0%
E&P사업	%	31.8%	31.9%	27.9%	25.1%	31.6%	32.9%	36.4%	38.8%	9.9%	19.8%	29.6%	33.6%	29.3%	32.3%	37.3%	42.1%	32.7%	38.8%	29.3%	34.8%	35.6%
배터리사업(미국 IRA 보조금 반영후)	%	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-30.3%	-19.5%	-15.9%	-7.9%	-12.7%			-159.3%	-91.2%	-44.8%	-26.5%	-22.5%	-13.0%	-4.5%	-17.3%	-13.4%	-13.4%	-4.9%
SK E&S(발전소/도시가스)		5.1%	4.5%	10.1%	4.7%	9.3%	9.1%	16.2%	3.9%										4.8%	6.1%	9.4%	9.5%
기타	%																					
외환손익	**억원**	**438**	**3,645**	**-652**	**-521**	**-112**	**186**	**-186**	**186**	**-1,790**	**-380**	**1,006**	**-1,009**	**-1,047**	**522**	**-1,819**	**-2,559**	**-1,020**	**-3,736**	**2,910**	**74**	**651**
순이자손익	**억원**	**-3,195**	**-3,155**	**-2,964**	**-2,177**	**-2,073**	**-1,900**	**-1,993**	**-1,929**	**-2,111**	**-1,675**	**-1,303**	**-1,713**	**-2,427**	**-2,953**	**-3,389**	**-4,404**	**-7,488**	**-10,996**	**-11,491**	**-7,895**	**-7,718**
순차입금	조원	33.3	33.3	29.9	23.0	22.6	22.2	21.8	21.4	3.3	0.8	1.2	3.4	6.7	8.8	8.6	14.6	15.8	28.5	23.0	21.4	19.6
		4분기 배터리 합작청산 손실 △4.2조원																				
지배주주 순이익	**억원**	**-2,290**	**-7,722**	**-1,079**	**-21,066**	**281**	**-320**	**2,318**	**1,308**	**8,150**	**16,713**	**21,036**	**16,511**	**-357**	**-21,728**	**2,921**	**15,690**	**2,563**	**-22,600**	**-32,156**	**3,587**	**9,534**
주당순이익	원/주									8,748	17,988	22,643	17,752	-428	-23,498	3,293	16,553	2,658	-21,510	-20,392	2,108	5,626
주당순자산	원/주									170,504	183,525	194,069	205,466	198,025	173,957	206,117	224,391	230,495	165,656	139,282	141,433	145,149
주당EBITDA	원/주									31,277	44,206	44,118	32,615	26,437	-12,825	34,871	59,465	33,961	23,282	19,313	23,492	28,649
주당배당액	원/주				무배당				2,000	4,800	6,400	8,000	8,000	3,000	0	주식배당	주식배당 자사주소각		2,000	0	2,000	2,000
자기자본이익률	**%**									**5.1%**	**9.8%**	**11.7%**	**8.6%**	**-0.2%**	**-13.5%**	**1.6%**	**7.4%**	**1.2%**	**-13.0%**	**-14.6%**	**1.5%**	**3.9%**

자료: 유안타증권 리서치센터

표2. SK 이노베이션㈜ 실적 추정 변경 내역

	기존 추정(억원)			신규 추정(억원)			변화율(%)		
	4Q25E	2025E	2026E	4Q25E	2025E	2026E	4Q25P	2025E	2026E
매출액	202,019	811,883	706,461	193,097	802,961	701,252	△4.4%	△1.1%	△0.7%
영업이익	△1,574	2,687	14,553	3,368	4,481	15,603	314.0%	66.8%	7.2%
OPM	△0.8%	0.3%	2.1%	1.7%	0.6%	2.2%	2.5%	0.2%	0.2%
세전이익	△5,323	△20,566	4,078	△42,962	△58,204	4,423	△707.0%	△183.0%	8.4%
지배순이익	△4,536	△15,626	3,283	△21,066	△32,156	3,587	△364.4%	△105.8%	9.2%

주 : 2025년 4분기 실적 = 2025년 연간 잠정실적 - 2025년 1~3분기 누적 실적
자료: 유안타증권 리서치센터

표3. 2025년 SK 이노베이션㈜ 적정 주가 : 2026년 15만원 유지 (배터리 및 석화 다운사이징 반영)

	기준일 (2026.1월)	주요 내역								
(+) 영업자산가치 (억원)	471,120	사업 부문	지분율	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	(참고)	할인율	적정사업가치(억원)
	(배터리 흑자가치 적용)	▶정유부문	100%	11,375	3,051	14,426	7.5	← 호황사이클로 전환(기존 평균)	20%	86,555
		▶석화부문	100%	6,365	1,300	7,665	6.5	← 평균사이클로 전환(기존 약세)	20%	39,859
		(2026년 NCC 다운사이징 가정. 석화 캐파 16%(△117만톤) 감소)								
		▶윤활유부문	100%	5,799	818	6,617	11.5	←호황사이클 반영, 상장가정 →	0%	76,093
		▶자원개발부	100%	4,422		4,422	8.7	매장량 3.8억배럴 x 배럴당 8.5$	20%	30,901
		▶ 배터리+분리막	81%/53%	1,711	8,530	10,241	25.0	낙관적(지주사할인 해소)→	20%	153,755
		(2025년말~2026년 배터리 다운사이징 반영. 2025년 캐파 192GW -> 145GW)								
		▶도시가스/발전/LNG	92%	9,050	4384	13,434	8.5	←호황사이클 반영	20%	83,957
		사업가치 합산						배터리 흑자전환 적용시 →		471,120

주1) 사업가치 = 평균적인 EBTIDA 창출 규모 x 업황판단 EV/EBITDA배율(2.5~11.배) x 비상장 할인율 x 실효 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 캐파 x 평균적인 계약 영업이익률 X 적정 가동율

(+) 투자자산가치 (억원)	42,227	투자자산 구성	지분율	순자산(2025년 6월)	PBR(배)	적정가치(억원)	비 고
		Sinopec SK 우한	35%	7,472	0.5	3,736	중국 NCC업체
		대한송유관공사	41%	3,246	0.5	1,623	국내 원유수송
		전략비축유		677만배럴	배럴당 55$	5,027	적용환율 1,350원
		기타		63,683	0.5	31,842	
		합 계				42,227	

(-) 순차입금 (억원)	269,591
현금성자산	165,915
(-) 총차입금	400,497
(-) 탄소배출부담	33,136

※ 2025년 차입금 45.5조원 + 2026년 배터리 다운사이징에 따른 차입금 축소 6조원

연간배출량(톤)	탄소가격($/톤)	환율	연간 사회적부담액	WACC	현재가치 환산액
18,409,041	10	1350	2,485	7.50%	33,136

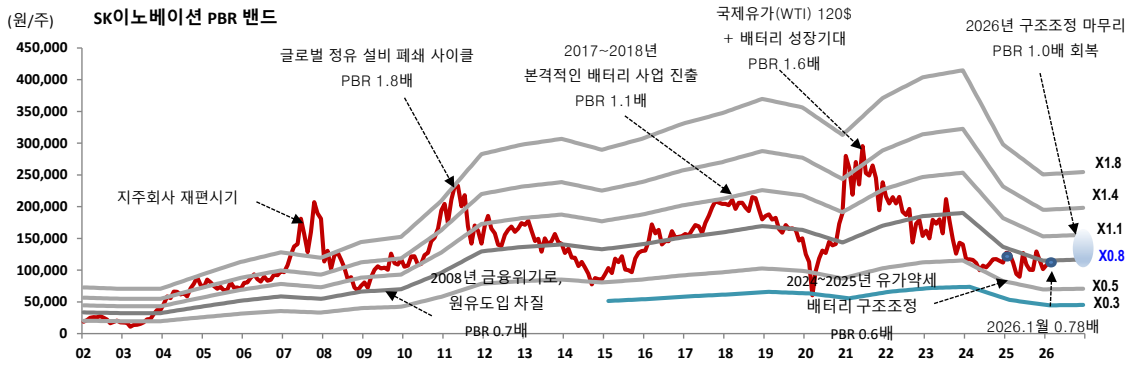
보통주 주주가치(A, 억원)	243,757
발행주식수(B, 주)	165,649,632
보통주 1주당 가치(원/주)	150,000
(직전 목표주가)	150,000

※SK E&S 합병후 발행주식수 151,034,776주 + 2025년 하반기 유증 18,018,012주- 자사주 3,403,156주

※ 목표주가 유지 : Battery 부문 다운사이징(캐파 192GW->145GW)에 따른 사업가치 하락 = 차입금 축소 효과

자료: 유안타증권 리서치센터

그림5. SK 이노베이션㈜의 PBR 밴드 (0.5~1.4배 등락) : 2026년 유가약세와 구조조정 마무리 부담 완화 = 0.7 ~ 1.1배 (2026년 1월 0.8배)



자료: 유안타증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**772,885**	**747,170**	**802,961**	**701,252**	**753,554**
매출원가	722,745	706,779	761,482	648,330	688,157
매출총이익	50,140	40,390	41,479	52,922	65,397
판관비	37,272	40,159	43,171	37,318	40,270
영업이익	**19,039**	**3,155**	**4,481**	**15,603**	**25,126**
EBITDA	33,168	24,777	30,696	40,007	48,790
영업외손익	-9,717	-26,953	-62,685	-11,181	-12,149
외환관련손익	-1,020	-3,736	2,799	74	651
이자손익	-7,488	-10,996	-12,896	-11,993	-11,844
관계기업관련손익	1,330	-4,303	-39,176	-865	52
기타	-2,539	-7,918	-13,412	1,604	-1,009
법인세비용차감전순손익	9,322	-23,798	-58,204	4,423	12,977
법인세비용	3,773	-74	-4,143	1,075	3,137
계속사업순손익	5,549	-23,725	-54,061	3,348	9,840
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,549	-23,725	-54,061	3,348	9,840
지배지분순이익	**2,563**	**-22,600**	**-32,156**	**3,587**	**9,534**
포괄순이익	6,543	10,157	-63,564	3,348	9,840
지배지분포괄이익	3,662	122	-39,841	3,587	9,534

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**53,679**	**22,325**	**38,196**	**19,712**	**16,500**
당기순이익	5,549	-23,725	-54,061	3,348	9,840
감가상각비	18,213	21,246	28,780	21,131	20,834
외환손익	-1,950	2,617	-933	-74	-651
종속,관계기업관련손익	-1,387	2,824	39,176	865	-52
자산부채의 증감	37,662	16,744	16,621	-552	-8,011
기타현금흐름	-4,409	2,619	8,613	-5,007	-5,460
투자활동 현금흐름	**-112,442**	**-72,953**	**-57,449**	**55,455**	**-35,627**
투자자산	-11,372	-1,596	22	380	-278
유형자산 증가 (CAPEX)	-112,381	-100,279	-60,000	-35,000	-36,000
유형자산 감소	212	719	531	90,000	0
기타현금흐름	11,099	28,203	1,999	74	651
재무활동 현금흐름	**94,904**	**73,271**	**15,905**	**-80,789**	**-23,109**
단기차입금	6,064	40,045	-50,457	-23	1,700
사채 및 장기차입금	30,940	128,006	55,906	-77,134	-18,000
자본	22,387	26,276	23,226	0	0
현금배당	-3,139	-3,137	-5,977	0	-3,336
기타현금흐름	38,652	-117,919	-6,793	-3,632	-3,472
연결범위변동 등 기타	-188	5,264	-45,432	3,992	17,598
현금의 증감	**35,953**	**27,907**	**-48,780**	**-1,631**	**-24,638**
기초 현금	94,791	130,744	158,651	109,871	108,240
기말 현금	130,744	158,651	109,871	108,240	83,602
NOPLAT	**19,039**	**3,155**	**4,481**	**15,603**	**25,126**
FCF	**-58,702**	**-77,954**	**-21,804**	**-15,288**	**-19,500**

재무상태표 (단위: 억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**332,796**	**363,184**	**321,273**	**300,107**	**295,427**
현금및현금성자산	130,744	158,651	109,871	108,240	83,602
매출채권 및 기타채권	78,186	85,667	84,580	78,303	89,584
재고자산	111,227	103,356	110,151	96,893	105,570
비유동자산	475,559	742,117	740,091	660,307	672,922
유형자산	358,434	567,196	571,341	495,209	510,375
관계기업등 지분관련자산	60,493	88,179	84,562	84,562	84,562
기타투자자산	6,807	16,491	15,543	15,162	15,441
자산총계	**808,355**	**1,105,301**	**1,061,364**	**960,414**	**968,350**
유동부채	293,992	377,256	362,908	357,993	353,793
매입채무 및 기타채무	173,199	186,893	188,094	164,692	179,687
단기차입금	81,849	120,512	70,063	70,173	71,775
유동성장기부채	34,355	60,499	95,446	114,629	93,241
비유동부채	214,164	331,556	352,340	252,957	258,589
장기차입금	77,110	153,981	189,848	111,849	93,640
사채	100,037	116,341	98,555	80,237	101,834
부채총계	**508,155**	**708,812**	**715,248**	**610,950**	**612,382**
지배지분	222,027	246,414	232,276	235,863	242,061
자본금	5,095	7,860	8,761	8,761	8,761
자본잉여금	103,958	127,468	149,793	149,793	149,793
이익잉여금	112,528	82,313	46,513	50,100	56,298
비지배지분	78,173	150,075	113,840	113,601	113,907
자본총계	**300,200**	**396,489**	**346,116**	**349,464**	**355,968**
순차입금	**175,243**	**315,326**	**370,454**	**294,928**	**303,265**
총차입금	310,496	478,547	483,996	406,839	390,539

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,658	-21,510	-20,392	2,108	5,626
BPS	230,495	165,656	139,282	141,433	145,149
EBITDAPS	33,961	23,282	19,313	23,492	28,649
SPS	791,369	702,099	505,191	411,771	442,483
DPS	0	2,000	0	2,000	2,000
PER	**61.5**	**-5.3**	**-5.4**	**51.3**	**19.2**
PBR	**0.7**	**0.7**	**0.8**	**0.8**	**0.7**
EV/EBITDA	**12.4**	**23.5**	**21.9**	**14.8**	**12.3**
PSR	**0.2**	**0.2**	**0.2**	**0.3**	**0.2**

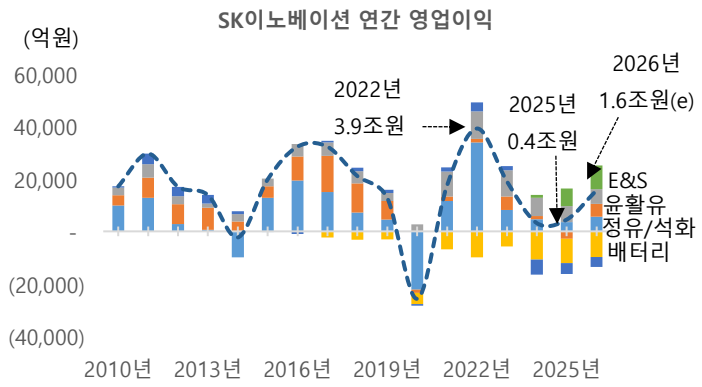
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**-1.0**	**-3.3**	**7.5**	**-12.7**	**7.5**
영업이익 증가율 (%)	**-51.4**	**-83.4**	**42.0**	**248.2**	**61.0**
지배순이익 증가율 (%)	**-83.7**	**적전**	**적지**	**흑전**	**165.8**
매출총이익률 (%)	6.5	5.4	5.2	7.5	8.7
영업이익률 (%)	**2.5**	**0.4**	**0.6**	**2.2**	**3.3**
지배순이익률 (%)	0.3	-3.0	-4.0	0.5	1.3
EBITDA 마진 (%)	4.3	3.3	3.8	5.7	6.5
ROIC	3.1	0.6	0.3	1.9	3.6
ROA	0.3	-2.4	-3.0	0.4	1.0
ROE	**1.2**	**-9.6**	**-13.4**	**1.5**	**4.0**
부채비율 (%)	169.3	178.8	206.6	174.8	172.0
순차입금/자기자본 (%)	78.9	128.0	159.5	125.0	125.3
영업이익/금융비용 (배)	1.7	0.2	0.3	1.1	1.8

자료: 유안타증권
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

Key Chart

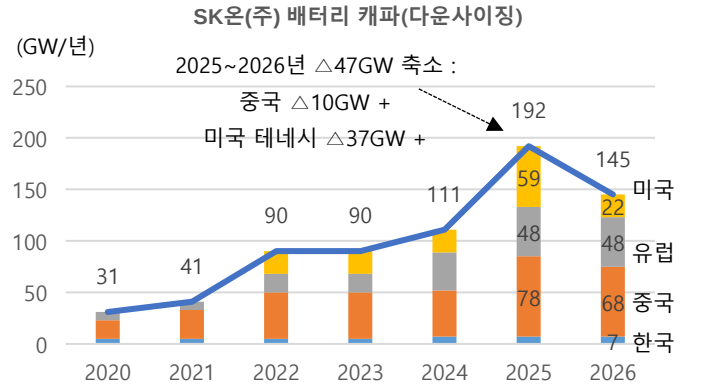
연간 영업이익 전망 :
2024년 0.3조원
2025년 0.4조원
2026년 1.6조원(e)
2027년 2.5조원(e)



자료: 유안타증권 리서치센터

배터리 캐파 다운사이징 :
2025년 192GW
- 중국 JV 청산 △10GW
- 미국 포드 JV 청산 △37GW

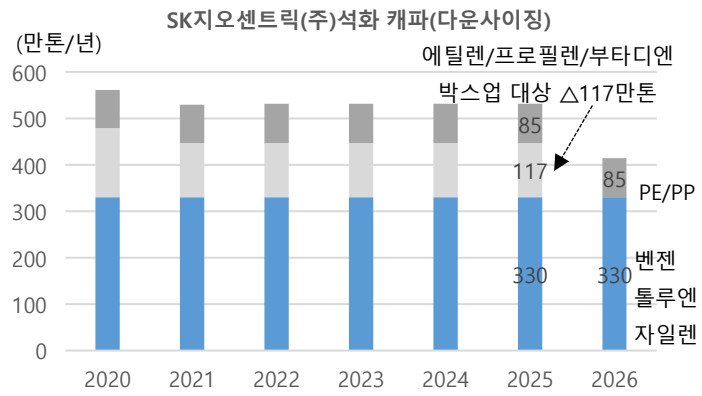
= 145GW



자료: 유안타증권 리서치센터

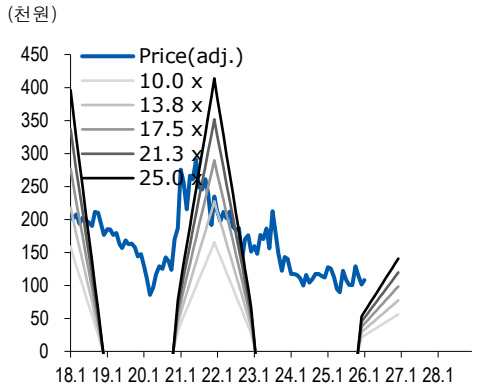
주요 석화제품 다운사이징 :
2025년 532만톤
- 울산 NCC 구조조정 대상 △117만톤

= 415만톤

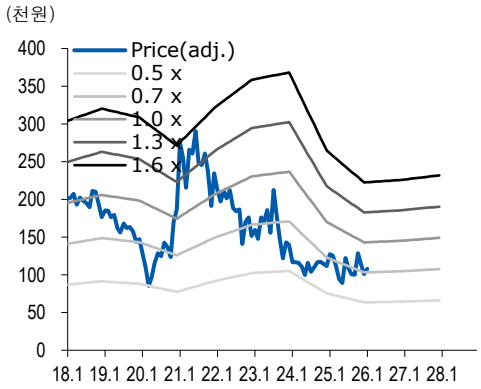


자료: 유안타증권 리서치센터

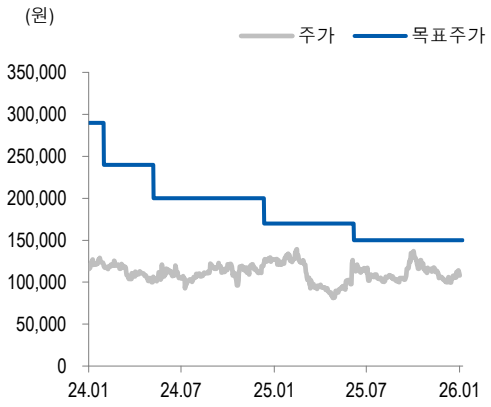
P/E band chart



P/B band chart



SK 이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율 평균주가 대비	괴리율 최고(최저) 주가 대비
2026-01-29	BUY	150,000	1년		
2025-07-04	BUY	150,000	1년		
2025-01-08	BUY	170,000	1년	-35.31	-18.12
2024-06-04	BUY	200,000	1년	-44.32	-38.50
2024-02-27	BUY	240,000	1년	-52.97	-47.67
2023-08-14	BUY	290,000	1년	-51.36	-37.93

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-01-28

※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.