

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	156,000원
현재주가(26/1/28)	108,200원
상승여력	44.2%

영업이익(25F,십억원)	406
Consensus 영업이익(25F,십억원)	430
EPS 성장률(25F,%)	적지
MKT EPS 성장률(25F,%)	35.0
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	17.4
KOSPI	5,170.81
시가총액(십억원)	18,292
발행주식수(백만주)	169
유동주식비율(%)	36.9
외국인 보유비중(%)	12.7
베타(12M) 일간수익률	1.28
52주 최저가(원)	81,100
52주 최고가(원)	139,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.7	-4.7	-14.9
상대주가	-16.3	-40.8	-58.2



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraesasset.com

김철중

chuljoong.kim@miraesasset.com

SK이노베이션

신규 성장전략: Electrification

목표주가 15.6만원, 투자의견 매수 유지

SK이노베이션의 목표주가 15.6만원과 투자의견 매수를 유지한다. 단기 실적 개선 기대는 크지 않지만, 중장기적인 사업 방향성은 긍정적으로 전망한다. 1) E&S의 가스 소싱 능력이 발휘되는 Electrification 사업의 성장 가능성, 2) 화학 관련 해외자산 정리 등 비핵심 자산 리밸런싱, 3) 1분기부터 정상 가동되는 CB 가스전, 4) 감소 중인 순차입금(24년 말 28.5조원 → 25년 말 22.5조원) 등이다. 배터리 업황 바닥 확인 이후부터는 점차 개선되는 그림을 그릴 것으로 예상된다.

4Q25 Review: 영업이익 2,947억원 컨센서스 -8% 하회

동사의 4Q25 영업이익은 2,947억원을 기록했으며, 컨센서스 대비 -8% 하회, 전분기 대비 -50% 감소했다. 정제마진 강세로 인한 정유 호실적에도 불구하고, 배터리 부문의 부진 때문에 전분기 대비 감익되었다. 정유는 우크라이나 드론 공격으로 인한 러시아 정제설비 가동 차질, 미국/유럽의 러시아 제재 등으로 인한 등경유 마진 강세로 전분기 대비 56% 증가한 4,749억원을 기록했다. 반면, 배터리 부문은 북미 지역 EV 구매 보조금 폐지 영향으로 -4,414억원을 기록하며 적자폭이 크게 확대되었다.

2026년 추진 과제: Electrification

동사는 2026년 중점 추진 과제로 1) 기존 사업 포트폴리오 재정비, 2) 재무구조 안정화, 3) 성장전략 “Electrification”를 발표했다. 기존 사업에 대한 수익성을 강화하고, 배터리 사업에 대한 재무구조 및 경쟁력을 제고하며, 비핵심 자산 매각/유동화 통한 순차입금 감축은 25년에서부터 이어지는 방향성이다. 하지만 이번 실적발표에서 신규로 언급된 Electrification은 자회사 E&S의 장점인 LNG 소싱과 함께 시너지를 기대해볼 수 있는 사업이다.

신규 성장 전략인 Electrification은 기존에 영위하던 에너지 사업의 범위를 전기사업자까지 확장하겠다는 의미다. 전기사업자로서 생산, 소비, 솔루션까지도 영역을 넓히면서, E&S의 가스 소싱 능력을 바탕으로 글로벌 LNG 밸류체인도 확장을 한다. 26년 글로벌 전력 부족 상황에서 동사는 가스 발전소 매입 및 운영 능력을 통해 신규 성장을 이뤄낼 수 있을 것으로 기대한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	77,288	74,717	80,658	75,801	81,233
영업이익 (십억원)	1,904	315	406	2,062	3,866
영업이익률 (%)	2.5	0.4	0.5	2.7	4.8
순이익 (십억원)	256	-2,260	-1,504	725	2,077
EPS (원)	2,624	-21,236	-9,460	4,257	12,199
ROE (%)	1.2	-9.6	-6.1	2.9	8.1
P/E (배)	53.5	-	-	25.4	8.9
P/B (배)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
배당수익률 (%)	0.0	1.8	4.7	4.4	4.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. SK이노베이션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	전체	21,146.6	19,306.6	20,418.8	19,671.3	19,888.6	18,393.0	18,405.4	19,113.7	74,716.9	80,543.3	74,321.7
	정유	11,918.1	11,118.7	12,442.1	11,711.4	10,625.8	10,172.3	9,966.0	10,002.4	49,839.9	47,190.3	40,766.4
	화학	2,477.0	2,268.6	2,300.8	2,121.1	2,091.6	2,232.1	2,210.0	2,005.1	10,351.7	9,167.5	9,438.8
	유탄기유	972.2	893.8	980.5	989.6	939.1	862.1	835.4	867.9	4,235.4	3,836.1	4,122.9
	E&P	383.1	341.7	320.0	322.7	331.1	326.5	321.9	321.9	1,476.7	1,367.5	1,301.2
	E&S	3,752.1	2,545.3	2,527.8	3,037.9	4,127.3	3,054.4	3,033.4	3,645.5	11,325.4	11,863.1	10,676.8
	SKON	1,605.4	2,107.7	1,807.9	1,457.2	1,738.8	1,710.7	2,003.8	2,236.1	6,266.6	6,978.2	7,890.0
	기타	38.7	30.8	39.7	31.4	35.0	35.0	35.0	35.0	192.9	140.6	125.6
영업이익	전체	-44.6	-417.6	585.7	294.7	514.4	300.4	563.4	684.1	315.5	418.2	2,108.4
	정유	36.3	-466.3	304.2	474.9	312.9	207.0	302.0	387.1	461.1	349.1	1,265.0
	화학	-114.3	-118.6	-24.6	-8.9	-15.5	9.1	24.1	-32.8	125.3	-266.4	-76.2
	유탄기유	121.4	134.6	170.6	181.0	176.4	170.9	165.4	165.4	686.7	607.6	774.7
	E&P	120.4	109.0	89.3	81.0	82.8	88.1	96.6	96.6	573.4	399.7	455.4
	E&S	193.1	115.0	255.4	117.6	330.2	152.7	242.7	182.3	1,115.7	681.1	703.4
	SKON	-299.3	-66.4	-124.8	-441.4	-272.4	-227.4	-167.3	-14.4	-1,127.0	-931.9	-613.9
	기타	-102.2	-124.9	-84.4	-109.5	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-527.4	-421.0	-400.0
세전이익		-332.4	-1,260.8	69.0	-436.3	242.2	28.0	293.6	414.6	-2,379.8	-1,960.6	978.4
순이익(지배)		-229.0	-772.2	-107.9	-394.6	179.5	20.8	217.6	307.2	-2,260.0	-1,503.6	725.0

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	4Q25F	2026F	4Q25P	2026F	1Q26F	2026F
매출액	19,870	77,468	19,671	74,322	-1.0	-4.1
영업이익	631	1,597	295	2,108	-53.3	32.0
당기순이익(지배)	196	310	-395	725	-301.0	134.2

자료: 미래에셋증권 리서치센터

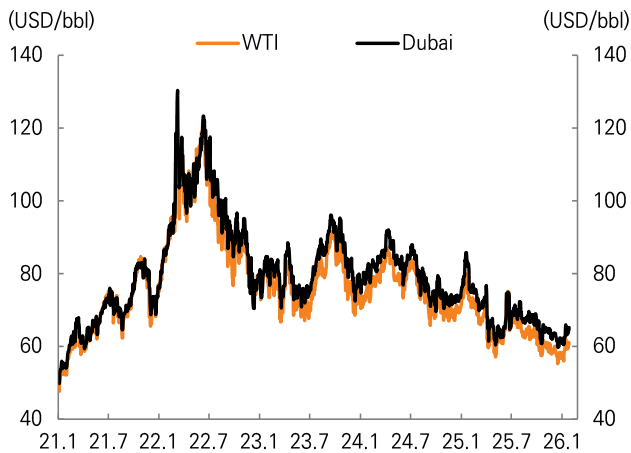
표 3. SK이노베이션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

	12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	
사업 가치	정유	1,777.3	5.0	8,886.6 국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	화학	233.5	7.0	1,634.7 국내 화학사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	유탄유	784.6	5.0	3,923.0 국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	E&P	470.6	5.0	2,353.0 국내 정유사 평균 12MF EV/EBITDA 적용
	E&S	1,653.9	5.0	8,269.4 12MF EBITDA * 밸류에이션 LNG 관련 기업 25F EV/EBITDA 적용
	SK ON	2,035.0	12.0	24,420.0 27년 EBITDA * EV/EBITDA 12배
계			49,486.7	
순차입금			23,000.0	26년말 순차입금 예상
우선주 시가총액			89.6	
EV			26,397.1	
주식수			169.1	
적정주가			156,147	목표주가 15.6만원 산출

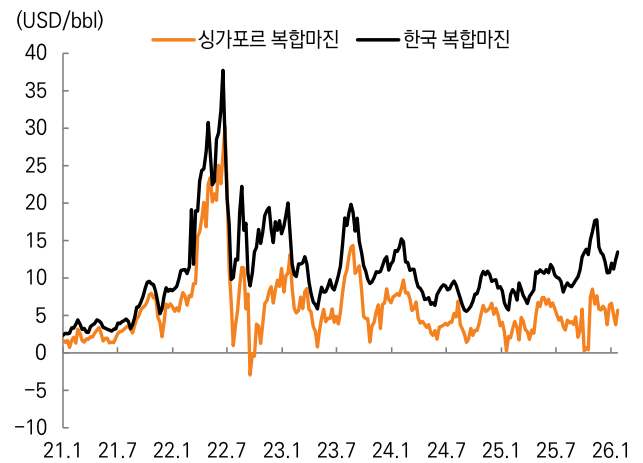
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국제유가 추이



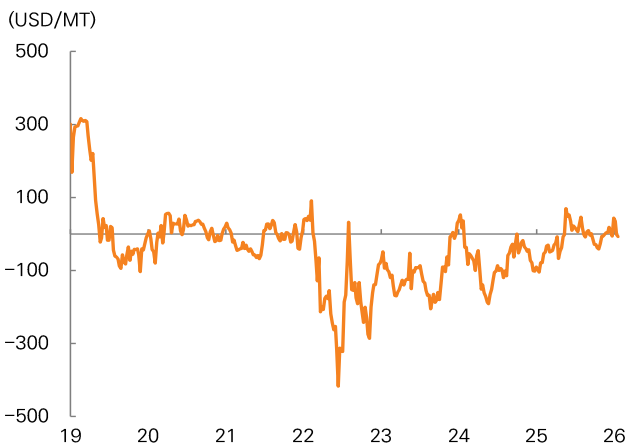
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 정제마진 추이



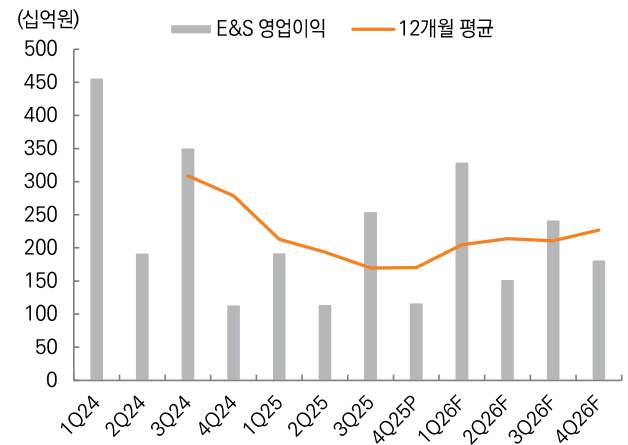
자료: 페트로넷, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 한국 PX 스프레드 추이



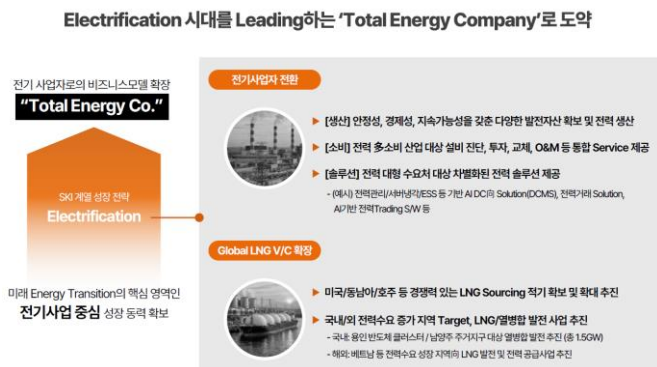
자료: 씨스캠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. SK E&S 영업이익 추이



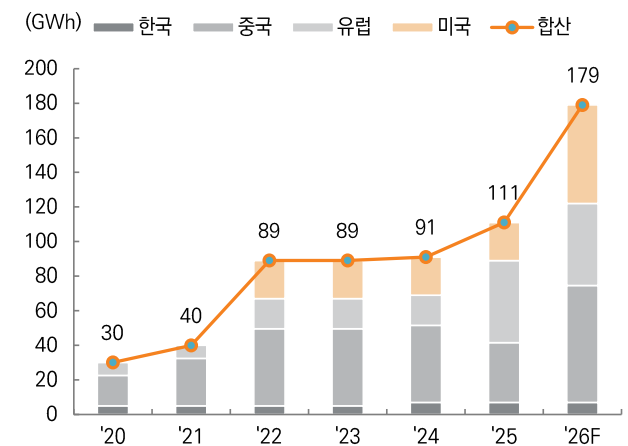
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. SK이노베이션 성장전략: Electrification



자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. SKON 생산능력 증설 계획



자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	74,717	80,658	75,801	81,233
매출원가	70,678	76,320	69,190	72,818
매출총이익	4,039	4,338	6,611	8,415
판매비와관리비	4,016	4,549	4,549	4,549
조정영업이익	315	406	2,062	3,866
영업이익	315	406	2,062	3,866
비영업손익	-2,695	-2,367	-1,084	-1,062
금융손익	-1,100	-1,219	-1,166	-1,145
관계기업등 투자손익	-430	-450	80	80
세전계속사업손익	-2,380	-1,961	978	2,804
계속사업법인세비용	-7	-293	215	617
계속사업이익	-2,372	-1,667	763	2,187
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-2,372	-1,667	763	2,187
지배주주	-2,260	-1,504	725	2,077
비지배주주	-113	-164	38	109
총포괄이익	1,016	-2,618	763	2,187
지배주주	12	-2,193	580	1,662
비지배주주	1,004	-425	183	525
EBITDA	2,478	3,037	5,387	7,109
FCF	-7,795	-2,122	814	3,901
EBITDA 마진율 (%)	3.3	3.8	7.1	8.8
영업이익률 (%)	0.4	0.5	2.7	4.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.0	-1.9	1.0	2.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	36,318	32,219	31,610	34,931
현금 및 현금성자산	15,865	14,348	14,245	16,233
매출채권 및 기타채권	8,299	7,213	7,009	7,547
재고자산	10,336	8,816	8,566	9,224
기타유동자산	1,818	1,842	1,790	1,927
비유동자산	74,212	74,222	74,131	73,588
관계기업투자등	8,818	8,939	8,685	9,352
유형자산	56,720	56,856	57,358	56,398
무형자산	2,938	2,827	2,500	2,217
자산총계	110,530	106,441	105,741	108,519
유동부채	37,726	33,040	32,477	33,596
매입채무 및 기타채무	16,045	12,717	12,357	13,306
단기금융부채	18,256	16,851	16,747	16,659
기타유동부채	3,425	3,472	3,373	3,631
비유동부채	33,156	35,050	34,948	35,217
장기금융부채	29,599	31,445	31,445	31,445
기타비유동부채	3,557	3,605	3,503	3,772
부채총계	70,881	68,090	67,425	68,814
지배주주지분	24,642	24,939	24,867	26,147
자본금	786	876	876	876
자본잉여금	12,747	14,979	14,979	14,979
이익잉여금	8,231	6,363	6,291	7,571
비지배주주지분	15,007	13,411	13,449	13,558
자본총계	39,649	38,350	38,316	39,705

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,233	3,610	4,314	5,901
당기순이익	-2,372	-1,667	763	2,187
비현금수익비용가감	4,543	5,500	4,618	4,916
유형자산감가상각비	2,125	2,888	2,998	2,960
무형자산상각비	330	361	327	283
기타	2,088	2,251	1,293	1,673
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	1,674	893	-68	178
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1,606	926	164	-432
재고자산 감소(증가)	1,815	1,633	250	-658
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4,957	-2,548	-197	519
법인세납부	-586	-432	-215	-617
투자활동으로 인한 현금흐름	-7,295	-5,517	-3,474	-2,068
유형자산처분(취득)	-9,956	-5,679	-3,500	-2,000
무형자산감소(증가)	-175	-125	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-214	-12	26	-68
기타투자활동	3,050	299	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	7,327	1,502	-1,276	-1,259
장단기금융부채의 증가(감소)	16,805	442	-104	-88
자본의 증가(감소)	2,628	2,323	0	0
배당금의 지급	-314	-598	-797	-797
기타재무활동	-11,792	-665	-375	-374
현금의 증가	2,791	-1,517	-102	1,987
기초현금	13,074	15,865	14,348	14,245
기말현금	15,865	14,348	14,245	16,233

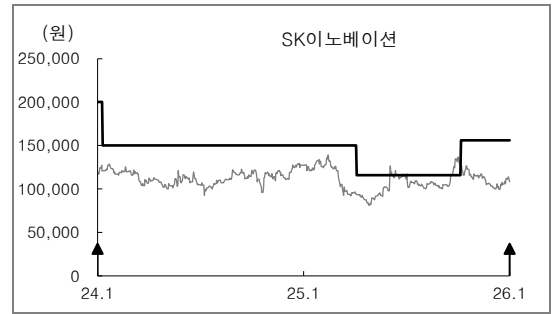
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	25.4	8.9
P/CF (x)	5.5	4.2	3.4	2.6
P/B (x)	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	25.6	21.1	12.1	8.9
EPS (원)	-21,236	-9,460	4,257	12,199
CFPS (원)	20,391	24,110	31,598	41,710
BPS (원)	164,556	148,656	148,231	155,747
DPS (원)	2,000	4,800	4,800	4,800
배당성향 (%)	-12.4	-47.7	104.2	36.4
배당수익률 (%)	1.8	4.7	4.5	4.5
매출액증가율 (%)	-3.3	8.0	-6.0	7.2
EBITDA증가율 (%)	-25.3	22.6	77.4	32.0
조정영업이익증가율 (%)	-83.4	28.7	408.0	87.5
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	186.6
매출채권 회전율 (회)	11.5	12.6	13.3	13.9
재고자산 회전율 (회)	7.0	8.4	8.7	9.1
매입채무 회전율 (회)	7.7	9.0	10.1	10.4
ROA (%)	-2.5	-1.5	0.7	2.0
ROE (%)	-9.6	-6.1	2.9	8.1
ROIC (%)	0.6	0.2	2.5	4.9
부채비율 (%)	178.8	177.5	176.0	173.3
유동비율 (%)	96.3	97.5	97.3	104.0
순차입금/자기자본 (%)	79.5	87.3	87.4	79.1
조정영업이익/금융비용 (x)	0.2	0.3	1.4	2.6

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK이노베이션 (096770)				
2025.11.03	매수	156,000	-	-
2025.05.02	매수	116,000	-9.18	18.10
2025.02.07	1년 경과 이후	150,000	-22.79	-7.20
2024.02.07	매수	150,000	-24.35	-13.73
2023.11.06	매수	200,000	-34.23	-27.75



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK이노베이션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.