



BUY (유지)

목표주가(12M) 170,000원(상향)
현재주가(2.20) 127,600원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,808.53
52주 최고/최저(원)	139,200/81,100
시가총액(십억원)	21,571.1
시가총액비중(%)	0.45
발행주식수(천주)	169,052.8
60일 평균 거래량(천주)	371.4
60일 평균 거래대금(십억원)	41.0
외국인지분율(%)	12.84
주요주주 지분율(%)	
SK 외 12 인	52.09
국민연금공단	5.00

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	81,069.8	75,785.7
영업이익(십억원)	429.9	1,820.3
순이익(십억원)	(1,434.3)	(8.3)
EPS(원)	(8,307)	(451)
BPS(원)	148,765	145,912

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025P	2026F
매출액	77,288.5	74,717.0	80,657.7	78,242.3
영업이익	1,903.9	315.5	406.0	2,761.1
세전이익	932.2	(2,379.8)	(5,886.9)	1,221.4
순이익	256.3	(2,260.0)	(4,865.4)	835.5
EPS	2,624	(21,236)	(30,601)	4,906
증감율	(83.94)	적전	적지	흑전
PER	53.47	(5.27)	(3.31)	26.01
PBR	0.62	0.68	0.87	1.05
EV/EBITDA	11.93	25.65	20.61	11.72
ROE	1.22	(9.65)	(22.06)	4.20
BPS	226,492	164,556	116,829	121,735
DPS	0	2,000	0	0



Analyst 윤재성 jsyoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 2월 23일 | 기업분석_Update

SK이노베이션 (096770)

더 이상 정유 Up-Cycle에서 소외되지 않는다

사업 포트폴리오 재편의 시작: 한국을 넘어 아시아로

SK이노베이션의 사업 포트폴리오 재편이 본격화되고 있다. 배터리 사업에 대한 노출도를 줄이기 위한 광동 EUE 법인 지분 49% 매각 및 Ford JV 청산 이후, 2026년 2/19일 베트남 '권람 1.5GW LNG 발전 사업'의 사업자 선정을 발표했다. 이는 SK이노베이션이 베트남 국영 석유가스그룹(PVN) 산하 발전 전문사인 PV Power 및 NASU와 컨소시엄을 구성해 3.3조원 규모 1.5GW 가스복합화력 발전소와 25만^m LNG 수출입 터미널, 전용 항만을 짓는 대규모 인프라 구축 사업이다. 2027년 착공, 2030년 터미널/발전소 준공 목표다. 회사는 직접 보유한 북미/호주 가스전 및 LNG 발전사업 경험의 시너지를 바탕으로 AI/전기화 시대를 대비하기 위한 에너지/발전 포트폴리오를 동남아 중심으로 구축할 계획이다. SK이노베이션의 전략 변화는 일본 최대 LNG 업체인 JERA, 혹은 Super Major의 전략 방향과 궤를 같이 한다. Chevron과 ExxonMobil은 하이퍼스케일러를 위한 대규모 가스발전소 건설을 계획 중이며, Saudi Aramco는 역사상 최초로 LNG 사업에 진출할 계획이다. JERA는 자국 내 LNG 수요 감소를 메우기 위해 이미 동남아에 LNG 터미널/발전소를 구축 중이다. 글로벌 트렌드에 부합하는 한국 최대 에너지 기업의 전략 변화를 긍정적으로 평가할 필요가 있다.

BOSK 청산으로 적자폭 줄고 전사 순차입금도 감소할 것

투자자의 걱정거리인 SK온의 2025년 영업이익은 -9.3천억원이었으나, BOSK 청산 등을 포함한 약 4.2조원 규모의 손상차손을 4Q25에 인식함에 따라 2026년에는 적자폭이 추가로 축소될 전망이다. Ford가 쉐보레 No.1/2 공장 지분 100%를 보유하게 됨에 따라 No.1 공장의 연간 4.5천억원에 달하는 감가상각비 중 일부의 부담이 줄어들기 때문이다. 이번 BOSK 청산으로 연결 부채는 약 6조원 감소하게 되며, 이로 인해 2025년 말 SK이노베이션의 전사 순차입금은 22.5조원으로 2024년 말 28.5조원 대비 크게 줄었다. 향후 미국/유럽을 중심으로 추가적인 구조조정이 진행될 것으로 판단하며, 이에 따라 중장기적으로 SK온과 관련된 리스크는 축소되는 방향성을 전망한다.

정유 호황, 석유화학 턴어라운드 국면. Up-Cycle에서 소외될 이유 없다

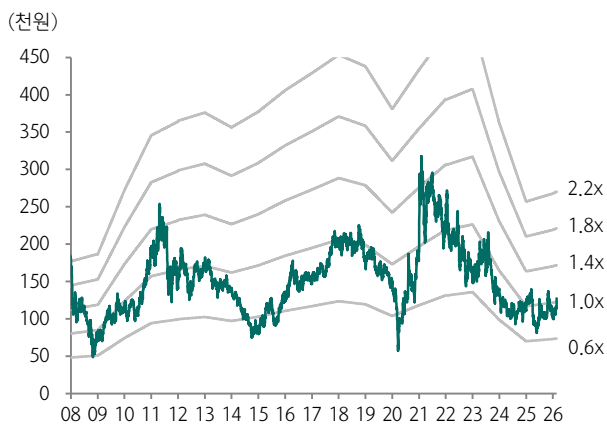
BUY를 유지하고, TP는 14만원에서 17만원으로 상향한다. S-Oil의 기업가치 상향분을 반영하여 밸류에이션을 재평가했다. 정유/화학/E&P의 EV 43조원(EBITDA 5.3조원*S-Oil Multiple 8배)에 SK E&S/SKIET의 EV 7.7조원/2조원을 더하고 순차입금 22.5조원을 차감해 목표 시총 29조원을 제시한다. SK온의 가치를 Zero로 반영했기에 충분히 보수적인 목표가 산정이다. SK이노베이션의 시총 21.5조원에서 SK E&S 합병에 따른 시총 상승분 약 7조원을 제거한 시총은 현재 S-Oil 시총 13.5조원과 거의 같다. 2배 가까이 큰 규모의 정제/석유화학 설비 및 E&P/배터리의 가치를 감안 시 역대급으로 시총 Gap은 축소된 상태다. 이제부터 S-Oil 대비 상대적 소외 국면을 탈피하는 흐름을 예상한다.

도표 1.SK이노베이션 SOTP 밸류에이션

	사업부	26F EBITDA	목표 EV/EBITDA	가치	
영업가치	정유/화학 등 기존	5,336	8.0	42,691	S-Oil 컨센서스 Multiple 적용
	SK E&S	1,074	9.0	7,730	합병 당시 EV 30% 할인
	SK온	331	10	0	삼성SDI/LGES 평균 20배 50% 할인 시 EV 3.3조원. "0"으로 반영
	SKIET			2,028	현재 EV에서 SKI 지분율 61%감산
	합계			52,450	
순차입금				22,511	2025년 말 기준
우선주 시총				94	2/20일 기준
기업가치				29,845	
주식수				169.1	백만주
주당NAV				176,543	
목표주가				170,000	
현재주가				127,600	2/20일 기준
Upside				33%	

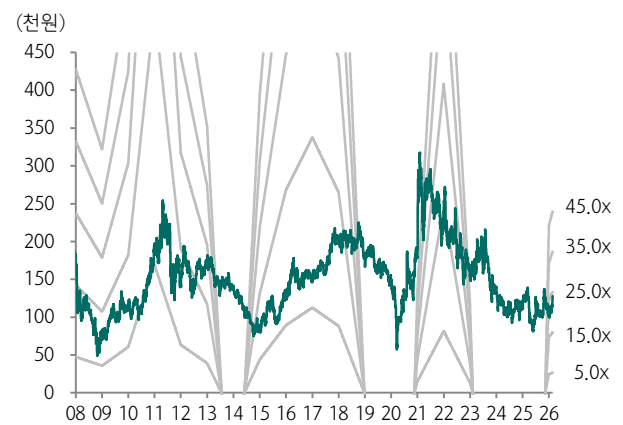
자료: 하나증권

도표 2. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 3. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. SK이노베이션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	FY2024	FY2025P	FY2026F	FY2027F
매출액	21,146.6	19,306.6	20,533.2	19,671.3	19,124.9	19,640.4	19,649.0	19,828.0	74,717.0	80,657.7	78,242.3	82,480.0
QoQ(%)	9.0%	-8.7%	6.4%	-4.2%	-2.8%	2.7%	0.0%	0.9%				
YoY(%)	12.2%	2.7%	16.3%	1.4%	-9.6%	1.7%	-4.3%	0.8%	-3.3%	8.0%	-3.0%	5.4%
기타(배터리/E&P)	2,027.2	2,480.2	2,167.6	1,811.3	1,823.4	1,859.5	2,013.9	2,185.4	7,936.3	8,486.3	7,882.2	10,824.1
E&P	383.1	341.7	320.0	322.7	302.9	307.9	308.4	311.0	1,476.7	1,367.5	1,230.4	1,271.3
배터리	1,605.4	2,107.7	1,807.9	1,457.2	1,486.3	1,516.1	1,667.7	1,834.4	6,266.6	6,978.2	6,504.5	9,365.0
소재(LiBs 등)	23.8	19.5	23.5	17.2	18.9	20.8	22.9	25.2	133.4	84.0	87.8	128.6
석유	11,918.1	11,118.7	12,442.1	11,711.4	11,692.7	12,315.8	12,052.2	12,069.6	49,839.9	47,190.3	48,130.3	49,243.9
화학	2,477.0	2,268.6	2,415.2	2,121.1	2,414.0	2,424.8	2,428.1	2,419.4	10,351.7	9,281.9	9,686.5	9,789.5
윤활유	972.2	893.8	980.5	989.6	871.5	885.0	885.9	892.9	4,235.4	3,836.1	3,535.4	3,642.2
E&S	3,752.1	2,545.3	2,527.8	3,037.9	2,323.3	2,155.2	2,268.8	2,260.6	2,353.7	11,863.1	9,007.9	8,980.3
영업이익	-44.6	-417.6	573.5	294.7	588.1	696.8	712.5	763.7	315.5	406.0	2,761.1	3,344.9
영업이익률(%)	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.5%	3.1%	3.5%	3.6%	3.9%	0.4%	0.5%	3.5%	4.1%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	-48.6%	99.5%	18.5%	2.3%	7.2%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	84.3%	흑전	흑전	24.2%	159.1%	-83.4%	28.7%	580.1%	21.1%
기타(배터리/E&P)	-226.3	-28.6	-69.8	-394.7	-274.9	-205.2	-113.8	-111.6	-798.3	-719.4	-705.5	-484.3
영업이익률(%)	-11.2%	-1.2%	-3.2%	-21.8%	-15.1%	-11.0%	-5.6%	-5.1%	-10.1%	-8.5%	-9.0%	-4.5%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
E&P	120.4	109.0	89.3	81.0	70.1	72.8	72.9	74.2	573.4	399.7	290.1	310.7
배터리	-299.3	-66.4	-124.8	-441.4	-310.8	-243.7	-152.4	-151.6	-1,127.0	-931.9	-858.4	-657.8
소재(LiBs 등)	-54.8	-53.7	-50.1	-75.2	-44.9	-43.1	-45.1	-47.1	-282.7	-233.8	-180.3	-207.0
영업이익률(%)	-230.3%	-275.4%	-213.2%	-437.2%	-237.2%	-207.2%	-197.2%	-187.2%	-211.9%	-278.3%	-205.3%	-161.0%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지
석유	36.3	-466.3	304.2	474.9	571.0	594.5	489.7	569.8	461.1	349.1	2,225.1	2,530.1
영업이익률(%)	0.3%	-4.2%	2.4%	4.1%	4.9%	4.8%	4.1%	4.7%	0.9%	0.7%	4.6%	5.1%
QoQ(%)	-89.4%	적전	흑전	56.1%	20.2%	4.1%	-17.6%	16.4%				
YoY(%)	-93.9%	적전	흑전	38.7%	1473.0%	흑전	61.0%	20.0%	-43.1%	-24.3%	537.4%	13.7%
화학	-114.3	-118.6	-36.8	-8.9	63.9	74.6	75.3	76.4	125.3	-278.6	290.2	321.8
영업이익률(%)	-4.6%	-5.2%	-1.5%	-0.4%	2.6%	3.1%	3.1%	3.2%	1.2%	-3.0%	3.0%	3.3%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	16.8%	0.9%	1.5%				
YoY(%)	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-75.7%	적전	흑전	10.9%
윤활유	121.4	134.6	170.6	181.0	124.6	133.8	137.5	142.1	686.7	607.6	538.0	635.1
영업이익률(%)	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	14.3%	15.1%	15.5%	15.9%	16.2%	15.8%	15.2%	17.4%
QoQ(%)	-13.0%	10.9%	26.7%	6.1%	-31.2%	7.4%	2.8%	3.4%				
YoY(%)	-44.9%	-11.7%	-2.2%	29.7%	2.6%	-0.6%	-19.4%	-21.5%	-31.2%	-11.5%	-11.5%	18.1%
E&S	193.1	115.0	255.4	117.6	148.4	142.2	168.9	134.1	123.4	681.1	593.7	549.2
영업이익률(%)	5.1%	4.5%	10.1%	3.9%	6.4%	6.6%	7.4%	5.9%	5.2%	5.7%	6.6%	6.1%
QoQ(%)	56.5%	-40.4%	122.1%	-54.0%	26.2%	-4.2%	18.8%	-20.6%				
YoY(%)	적지	적지	적지	-4.7%	-23.1%	23.7%	-33.9%	14.0%	적지	451.9%	-12.8%	-7.5%
당기순이익	-125.6	-1,032.2	-94.3	-4,154.0	209.3	317.0	216.7	185.3	-2,372.5	-5,406.0	928.3	1,503.2
당기순이익률(%)	-0.6%	-5.3%	-0.5%	-21.1%	1.1%	1.6%	1.1%	0.9%	-3.2%	-6.7%	1.2%	1.8%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	51.5%	-31.6%	-14.5%				
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	61.9%
지배순이익	-229.0	-772.2	-107.9	-2,106.6	173.2	262.5	195.0	204.7	-2,260.0	-4,865.4	835.5	1,352.9

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	77,288.5	74,717.0	80,657.7	78,242.3	82,480.0
매출원가	72,274.5	70,677.9	76,049.4	71,239.1	74,663.2
매출총이익	5,014.0	4,039.1	4,608.3	7,003.2	7,816.8
판매비	3,727.2	4,015.9	4,373.1	4,242.1	4,471.9
영업이익	1,903.9	315.5	406.0	2,761.1	3,344.9
금융손익	(934.8)	(1,747.2)	(1,631.0)	(1,609.6)	(1,437.0)
종속/관계기업손익	133.0	(430.3)	20.0	20.0	20.0
기타영업외손익	(170.0)	(517.8)	(4,681.8)	50.0	50.0
세전이익	932.2	(2,379.8)	(5,886.9)	1,221.4	1,977.9
법인세	377.3	(7.4)	(480.8)	293.1	474.7
계속사업이익	554.9	(2,372.5)	(5,406.0)	928.3	1,503.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	554.9	(2,372.5)	(5,406.0)	928.3	1,503.2
비배주주지분 순이익	298.6	(112.5)	(540.6)	92.8	150.3
지배주주순이익	256.3	(2,260.0)	(4,865.4)	835.5	1,352.9
지배주주지분포괄이익	366.2	12.2	(64.7)	11.1	18.0
NOPAT	1,133.3	314.5	372.8	2,098.4	2,542.1
EBITDA	3,316.8	2,477.7	3,576.6	6,246.2	6,755.6
성장성(%)					
매출액증가율	(0.98)	(3.33)	7.95	(2.99)	5.42
NOPAT증가율	(56.34)	(72.25)	18.54	462.88	21.14
EBITDA증가율	(41.92)	(25.30)	44.35	74.64	8.16
영업이익증가율	(51.40)	(83.43)	28.68	580.07	21.14
(지배주주)순이익증가율	(83.66)	적전	적지	흑전	61.93
EPS증가율	(83.94)	적전	적지	흑전	61.92
수익성(%)					
매출총이익률	6.49	5.41	5.71	8.95	9.48
EBITDA이익률	4.29	3.32	4.43	7.98	8.19
영업이익률	2.46	0.42	0.50	3.53	4.06
계속사업이익률	0.72	(3.18)	(6.70)	1.19	1.82

투자지표	2023	2024	2025P	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,624	(21,236)	(30,601)	4,906	7,944
BPS	226,492	164,556	116,829	121,735	129,679
CFPS	33,355	20,391	(8,459)	36,322	39,901
EBITDAPS	33,961	23,282	22,495	36,677	39,669
SPS	791,369	702,099	507,292	459,435	484,318
DPS	0	2,000	0	0	0
추가지표(배)					
PER	53.47	(5.27)	(3.31)	26.01	16.06
PBR	0.62	0.68	0.87	1.05	0.98
PCFR	4.21	5.49	(11.96)	3.51	3.20
EV/EBITDA	11.93	25.65	20.61	11.72	10.55
PSR	0.18	0.16	0.20	0.28	0.26
재무비율(%)					
ROE	1.22	(9.65)	(22.06)	4.20	6.45
ROA	0.35	(2.36)	(4.60)	0.83	1.34
ROIC	2.74	0.57	0.55	3.02	3.69
부채비율	169.27	178.77	197.16	186.51	182.37
순부채비율	58.38	79.53	123.84	113.81	103.40
이자보상배율(배)	1.66	0.21	0.23	1.71	2.12

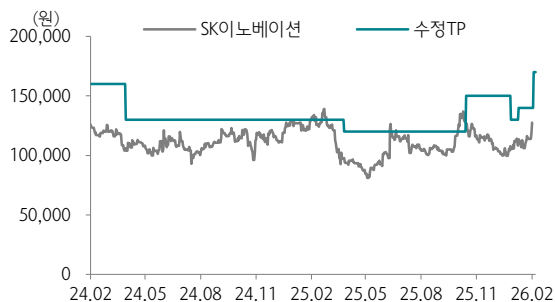
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025P	2026F	2027F
유동자산	33,279.6	36,318.4	22,408.0	22,107.7	25,322.3
금융자산	13,525.3	16,322.1	829.8	1,172.6	3,258.8
현금성자산	13,074.4	15,865.1	336.5	694.1	2,754.4
매출채권	5,929.4	7,038.0	7,597.6	7,370.0	7,769.2
재고자산	11,122.7	10,335.6	11,157.4	10,823.2	11,409.5
기타유동자산	2,702.2	2,622.7	2,823.2	2,741.9	2,884.8
비유동자산	47,555.9	74,211.7	78,462.4	77,807.7	77,396.5
투자자산	6,730.1	10,467.0	11,203.2	10,903.9	11,429.1
금융자산	680.7	1,649.1	1,684.2	1,669.9	1,695.0
유형자산	35,843.4	56,719.6	60,527.2	60,432.1	59,726.9
무형자산	2,302.1	2,937.5	2,644.5	2,384.2	2,153.0
기타비유동자산	2,680.3	4,087.6	4,087.5	4,087.5	4,087.5
자산총계	80,835.5	110,530.1	100,870.4	99,915.3	102,718.8
유동부채	29,399.2	37,725.6	36,966.8	37,184.0	38,307.8
금융부채	11,636.9	18,255.8	16,268.1	16,263.1	16,271.8
매입채무	8,533.9	9,912.1	10,407.7	10,928.1	11,520.0
기타유동부채	9,228.4	9,557.7	10,291.0	9,992.8	10,516.0
비유동부채	21,416.4	33,155.6	29,958.3	27,857.7	28,034.2
금융부채	19,412.8	29,598.9	26,598.9	24,598.9	24,598.9
기타비유동부채	2,003.6	3,556.7	3,359.4	3,258.8	3,435.3
부채총계	50,815.5	70,881.2	66,925.1	65,041.7	66,342.0
지배주주지분	22,202.7	24,641.4	19,478.4	20,313.9	21,666.8
자본금	509.5	786.0	786.0	786.0	786.0
자본잉여금	10,395.8	12,746.8	12,746.8	12,746.8	12,746.8
자본조정	(833.3)	(216.4)	(216.4)	(216.4)	(216.4)
기타포괄이익누계액	877.9	3,093.7	3,093.7	3,093.7	3,093.7
이익잉여금	11,252.8	8,231.3	3,068.3	3,903.7	5,256.7
비지배주주지분	7,817.3	15,007.5	14,466.9	14,559.7	14,710.0
자본총계	30,020.0	39,648.9	33,945.3	34,873.6	36,376.8
순금융부채	17,524.3	31,532.6	42,037.2	39,689.4	37,612.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	5,367.9	2,232.5	(2,771.0)	4,410.3	4,864.3
당기순이익	554.9	(2,372.5)	(5,406.0)	928.3	1,503.2
조정	1,046.8	2,930.6	3,121.4	3,465.1	3,390.8
감가상각비	2,030.0	2,454.6	3,341.4	3,485.1	3,410.7
외환거래손익	(195.0)	261.7	(200.0)	0.0	0.0
지분법손익	(131.1)	204.5	(20.0)	(20.0)	(20.0)
기타	(657.1)	9.8	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	3,766.2	1,674.4	(486.4)	16.9	(29.7)
투자활동 현금흐름	(11,244.2)	(7,295.3)	(7,408.4)	(2,795.6)	(3,005.4)
투자자산감소(증가)	6,807.8	11,424.2	(716.2)	319.3	(505.2)
자본증가(감소)	(11,238.1)	(10,027.9)	(6,855.9)	(3,129.7)	(2,474.4)
기타	(6,813.9)	(8,691.6)	163.7	14.8	(25.8)
재무활동 현금흐름	6,428.6	20,049.6	(5,285.3)	(2,005.0)	8.8
금융부채증가(감소)	3,700.4	16,805.1	(4,987.7)	(2,005.0)	8.8
자본증가(감소)	2,238.7	2,627.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	489.6	616.9	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(0.1)	0.0	(297.6)	0.0	0.0
현금의 증감	552.3	14,986.8	(24,416.8)	357.6	2,060.3
Unlevered CFO	3,257.5	2,170.0	(1,344.9)	6,185.7	6,795.2
Free Cash Flow	(5,870.2)	(7,795.4)	(9,626.9)	1,280.6	2,389.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK이노베이션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.2.23	BUY	170,000		
26.1.29	BUY	140,000	-19.32%	-8.86%
26.1.16	Neutral	130,000	-15.54%	-12.23%
25.11.3	Neutral	150,000	-25.18%	-15.67%
25.4.15	Neutral	120,000	-13.04%	14.17%
25.1.16	Neutral	130,000	-5.91%	7.08%
24.4.18	BUY	130,000	-14.46%	-1.92%
24.2.7	BUY	160,000	-25.60%	-19.44%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 2월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2026년 2월 23일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	96.73%	3.27%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 02월 20일