



BUY (유지)

목표주가(12M) 220,000원(상향)
현재주가(10.08) 160,900원

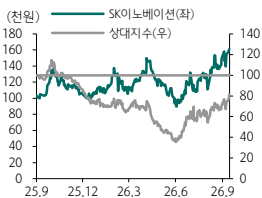
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,625.93
52주 최고/최저(원)	160,900/89,500
시가총액(십억원)	27,200.6
시가총액비중(%)	0.50
발행주식수(천주)	169,052.8
60일 평균 거래량(천주)	1,021.9
60일 평균 거래대금(십억원)	132.3
외국인지분율(%)	16.54
주요주주 지분율(%)	
SK 외 12 인	52.09
국민연금공단	7.14

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	105,873.2	95,839.4
영업이익(십억원)	9,843.3	5,391.9
순이익(십억원)	3,738.8	2,947.3
EPS(원)	19,398	14,466
BPS(원)	155,714	164,164

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	74,269.6	80,296.1	110,121.7	102,719.1
영업이익	355.7	448.7	13,065.4	8,520.1
세전이익	(2,302.4)	(5,868.8)	8,958.2	7,824.4
순이익	(2,260.0)	(3,347.9)	6,145.3	5,827.6
EPS	(21,236)	(21,056)	36,085	34,220
증감율	적전	적지	흑전	(5.17)
PER	(5.27)	(4.81)	4.46	4.70
PBR	0.68	0.78	0.97	0.80
EV/EBITDA	25.24	19.25	3.91	4.83
ROE	(9.65)	(14.42)	24.71	18.89
BPS	164,556	129,671	165,756	199,976
DPS	2,000	0	0	0



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

하나증권 리서치센터

2026년 10월 12일 | 기업분석_Update

SK이노베이션 (096770)

E&S 재평가 필요. 그 핵심인 호주 DLNG를 가다

BC가스전과 DLNG 개요

하나증권은 9/29~30 호주 다윈 LNG(DLNG) 탐방을 통해 사업 현황 및 전사 LNG 비즈니스에 대한 이해도 제고의 시간을 가졌다. DLNG는 SKI E&S가 지분25%를 보유한 액화터미널로 프로판, 에틸렌, 메탄 세 가지 냉매를 사용하는 Conoco Phillips의 Optimized Cascade 공법을 적용했다. 연간 LNG 생산량은 350만톤이다. E&S는 DLNG 원료 공급원인 BC(바로사-칼디타) 가스전 지분을 37.5%에 비해 LNG 130만톤/년, 컨테이너 110만bbl/년을 향후 20년 간 확보한다. 호주 북서부 해안의 BC 가스전의 FPSO에서 생산된 천연가스는 390km 지하 파이프라인을 통해 DLNG로 공급된다. 2026년 2월 말 DLNG에서 선적된 LNG는 충남 보령 터미널에 도착해 자사 발전소에, 8월 초에는 컨테이너 30만bbl이 인천항에 도착해 SK인천석유화학에 원료로 사용됐다.

DLNG 본격 가동으로 다운스트림은 더욱 빛난다

DLNG의 본격 가동으로 미국에 이어 호주에서도 자체 LNG 조달 기반을 확보하게 되었다. 이는 총 5GW 급 LNG 발전소와 연계되어 중장기적으로 SKI E&S는 물론 SK이노베이션의 기업 가치를 한 단계 높이는 계기가 될 것이다. 1) 인도네시아 탱크로부터 도입해 광양 LNG 발전소에 사용된 50~60만톤/년의 LNG가 2026년 말을 기점으로 20년 장기공급계약 만료를 앞두고 있다는 점에서 DLNG는 더욱 중요하다. 기존 탱크 도입 물량의 2배 이상이며, 도입단가가 자체 가스전의 생산원가에 연동되어 결정되기에 탱크 계약 종료에 따른 물량 공백과 평균 도입단가 상승 압력을 완화시켜 줄 수 있기 때문이다. 2) 최근과 같은 지정학적 요인으로 국제 LNG 가격 급등할 경우, 그 진가는 빛을 발한다. 시장에서 LNG를 직접 구매하는 경쟁자 대비 도입 단가가 낮아 급전 우선 순위에 위치하면서 가동률을 높게 유지할 수 있기 때문이다. 3) 호주에서 한국까지 운송 기간이 통상 10~12일로 미국이나 중동보다 짧고 호르무즈를 통과하지 않는다는 지정학적 장점은 원료 조달의 안정성을 의미한다. 4) 장기용선 LNG 자체 운반선 4척과 보령 LNG 터미널의 인프라도 도입 단가 경쟁력의 핵심이다. LNG 시장의 변동성 확대에도 불구하고 발전소의 가동률이 상향되고 SMP 가격이 상승하면서 SKI E&S의 3Q26 영업이익은 8,079억원(QoQ +663%)으로 러-우 전쟁 당시인 1Q22의 6,400억원을 넘어서는 분기 사상 최대치를 전망한다. 연간 기준으로는 2조원으로 2022년 기록한 영업이익 1.5조원을 넘어서는 것으로 보이는데, 이는 2023년 여주발전소(1.1GW)와 DLNG 신규 가동 영향이다.

3Q26, 2026년 모두 사상 최대 실적 예상. TP 22만원으로 상향

BUY를 유지하고, TP를 20만원에서 22만원으로 상향한다. 2026년 이익 추정치를 기존 대비 +10% 상향한 영향이다. 3Q26 영업이익은 3.7조원(QoQ +6%)으로 분기 사상 최대치를 전망한다. 래깅 정제마진 호조와 가동률 상향 등을 반영해 정유사업 추정치를 상향했고, 윤활유/E&S의 사상 최대 실적을 반영한 덕이다. 4Q26 영업이익은 투입 OSP가 QoQ -11\$ 가량 축소되는 점을 감안하면 최소 전분기와 유사한 실적을 예상한다. 이를 반영해 연간 영업이익을 13조원으로 사상 최대치를 추정한다. 2026년 추정 ROE 25%, PBR 0.97배로 절대 저평가다. 적극 매수를 권한다.

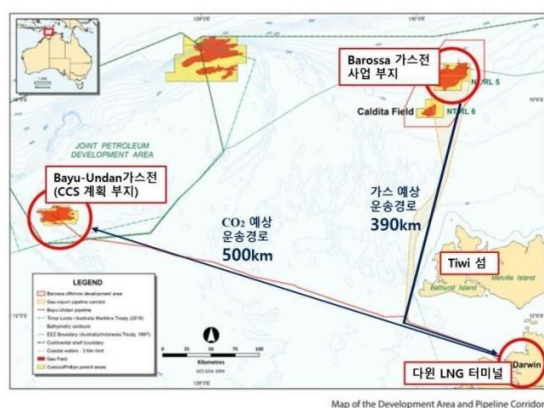
다원 LNG(DLNG) 탐방기

(1) 호주 바로사-칼디타(BC) 가스 프로젝트 개요

BC 가스전
생산량 LNG 350만톤

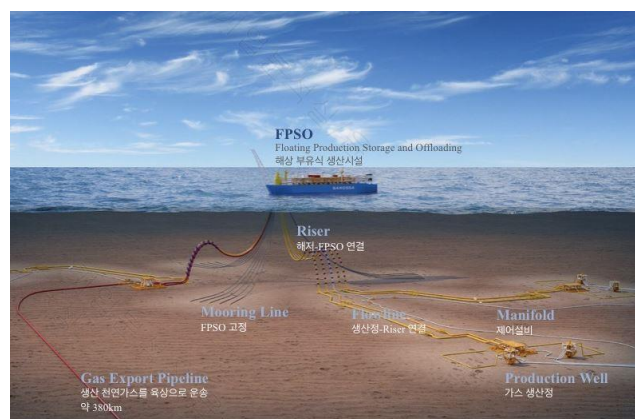
SK이노베이션 E&S는 2012년 약 3,500억원을 투자해 호주 북부 티모르해에 위치한 BC(Barossa-Caldita) 가스전의 지분 37.5%를 확보하고 탐사 및 개발사업에 참여했다. 이후 약 9년 간의 평가 시추와 사업성 검토 등을 거쳐 2021년 3월 최종투자자의사결정(FID)을 내렸다. 당시 프로젝트 전체 투자비는 약 37억\$로 E&S는 지분율에 해당하는 약 14억\$를 5년 간 투자할 계획이었다. 이후 2026년 1월 회사 측 발표에 따르면, 가스전 개발 및 관련 설비 구축 등에 투입한 누적 투자금은 약 16억\$(약 2조원)에 달한다. 참고로, BC 가스전은 호주 북부 다원시로부터 약 390km 떨어져 있으며, 지분을 구성은 호주 Santos 50% : SK E&S 37.5% : 일본 JERA 12.5%다. 매장량은 천연가스 3.4 Tcf와 컨테네이트 5,100 만bbl이며, 연간 천연가스 생산량은 170 Bcf로 LNG 환산 시 350만톤에 해당한다.

도표 1. BC 가스전과 DLNG 터미널, 그리고 BU가스전



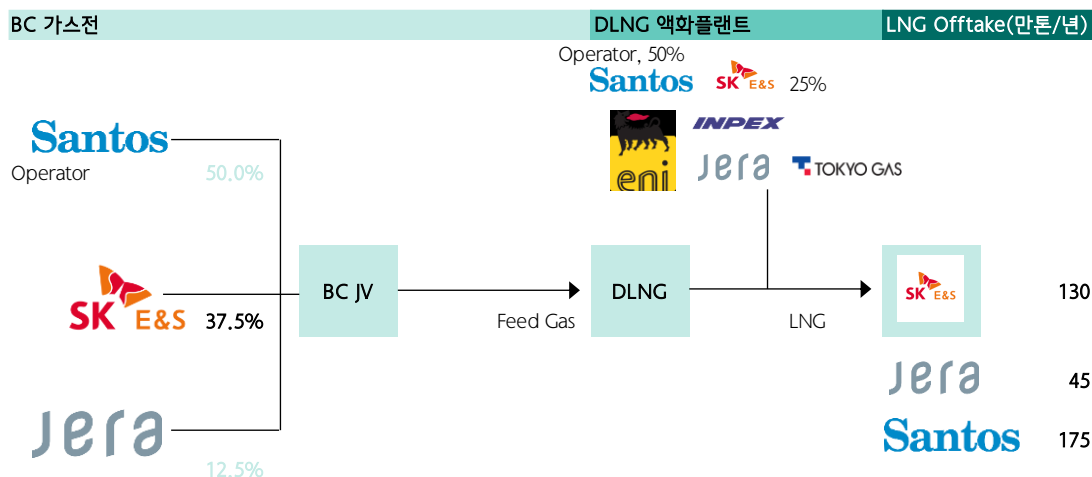
자료: SKI E&S, 하나증권

도표 2. BC 가스전 FPSO에서 가스가 생산되는 방식



자료: SKI E&S, 하나증권

도표 3. 호주 BC프로젝트의 사업구조 개요도



자료: SK E&S, 하나증권

(2) 다원 LNG(DLNG) 개요와 생산 공정

BC-DLNG 생산 공정 개요

BC 가스전으로부터 DLNG에서 LNG가 생산되기까지의 공정은 다음과 같다.

바로사-칼디타(BC) 가스전에서 생산된 천연가스는 먼저 해상 부유식 FPSO(생산/저장/하역설비)인 BW Opal로 보내진다. 이곳에서 생산된 천연가스, 콘덴세이트, 물 등을 분리한 뒤 가스를 1차 처리하고, 약 380km 떨어진 다원 LNG(DLNG) 터미널로 수송한다.

DLNG에서는 천연가스를 액화하기 전 불순물을 제거하는 전처리 공정이 진행된다. 먼저 가스에 포함된 이산화탄소와 황화수소 등 산성 가스를 아민 흡수액으로 제거하고, 수분과 미량의 수은 등을 걸러낸다. 이산화탄소와 수분은 극저온에서 얼어붙어 배관이나 열교환기를 막을 수 있고, 수은은 알루미늄 열교환기를 손상시킬 수 있기 때문이다.

전처리를 마친 천연가스는 액화설비로 이동한다. 다원 LNG는 미국 Conoco Phillips가 개발한 최적화 캐스케이드(Optimized Cascade) 액화 공정을 채택하고 있다. 프로판, 에틸렌, 메탄 등 세 가지 냉매를 사용해 천연가스를 단계적으로 냉각하는 방식이다. 최종적으로 약 영하 162℃까지 온도가 내려가면 천연가스는 액체 상태로 변하고 부피는 기체 상태의 약 600분의 1로 줄어든다.

DLNG로부터 LNG 130만톤/년

컨덴세이트 110만bbl/년

20년 간 확보

DLNG의 기존 명목 액화 능력은 연간 약 370만톤이며, 바로사 가스전의 생산량 170 Bcf/년과 연계한 LNG 생산규모는 연간 350만톤/년이다. SKI E&S는 가스전 지분을 37.5%에 비례해 LNG 130만톤/년과 컨덴세이트 110만bbl/년을 향후 20년 간 확보할 계획이다. 참고로, SKI E&S는 DLNG의 지분 25%를 보유하고 있다. 운행사 호주 산토스(Santos)는 43.4%, 나머지는 ENI(11%), INPEX(11.4%), JERA(6.1%), Tokyo Gas(3.1%)로 구성된다. DLNG는 2006부터 동티모르 해역의 베이유-운단(BU; Bayu-Undan) 가스전에서 생산된 천연가스를 액화하던 설비였다. 그러나 BU 가스전의 생산량 감소로 2023년 11월 마지막 LNG 선적을 마쳤다. 이후 기존 설비의 수명 연장과 개조를 통해 2026년부터는 바로사 가스를 이용한 LNG 생산을 시작해 2026년 1월 첫 LNG 선적을 완료했다. 이는 신규 액화터미널을 건설하는 대신 기존 설비를 재활용하는 브라운필드(Brownfield) 개발 방식으로, 초기 투자 부담을 줄일 수 있는 선택이었다.

도표 4. Conoco Phillips의 Optimized Cascade 액화공정. 프로판/에틸렌/메탄을 축매로 단계적으로 냉각하는 방식

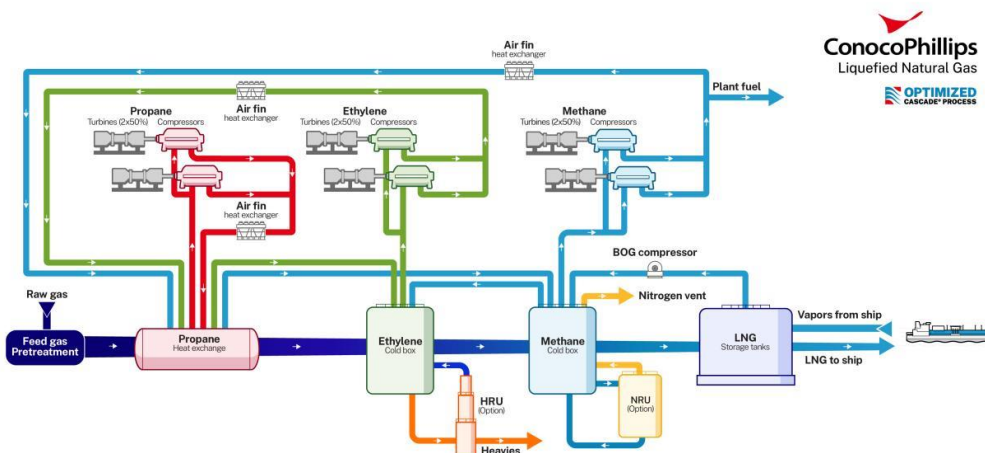
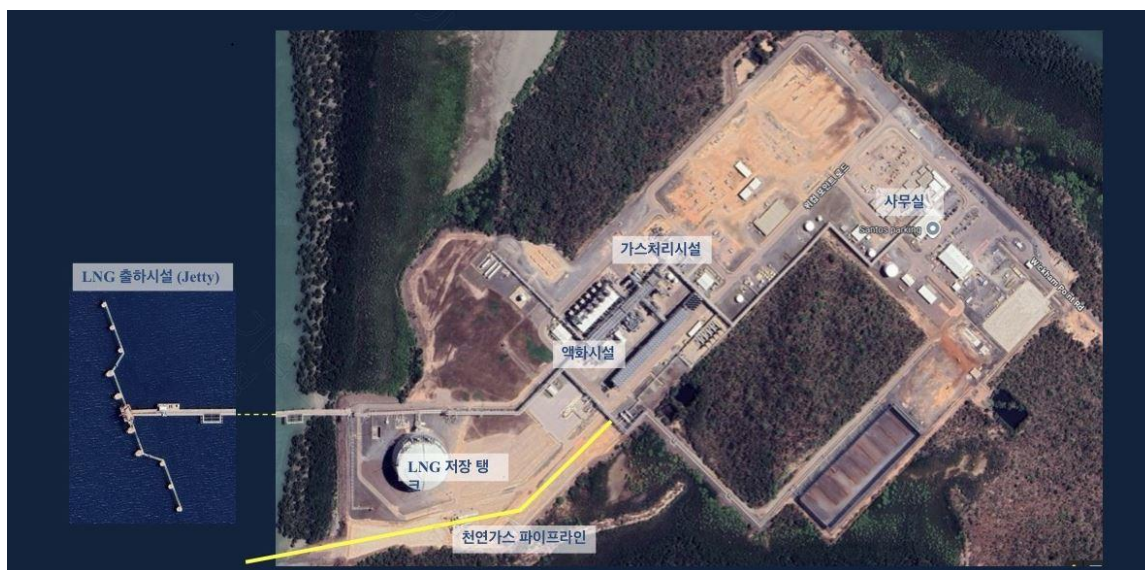


도표 5. 수심을 고려해 지어진 FPSO 생산설비 BW OPAL. 천연가스/컨덴세이트/물을 분리한 뒤 천연가스를 1차 처리하는 설비



자료: SKI E&S, 하나증권

도표 6. DLNG 생산 설비 구조도



자료: SKI E&S, 하나증권

도표 7. DLNG에서 자사선으로 LNG가 선적되는 모습(1)



자료: SKI E&S, 하나증권

도표 8. DLNG에서 자사선으로 LNG가 선적되는 모습(2)



자료: SKI E&S, 하나증권

도표 9. DLNG 전경



자료: SKI E&S, 하나증권

도표 10. 자체적으로 보유한 LNG 운반선



자료: SKI E&S, 하나증권

(3) DLNG, E&S의 가치를 한 단계 높일 것

DLNG의 본격 가동	2026년 1월 DLNG에서 출하된 첫 카고는 일본을 향했고, 두 번째 카고는 2월 말 충남 보령 터미널에 도착했다. BW OPAL에서 생산된 컨덴세이트는 30만bbl은 2026년 8월 초 인천항에 도착해 SK인천석유화학의 생산 원료로 사용된 것으로 알려졌다. DLNG의 본격 가동은 한국의 총 5GW 급 LNG 발전소 및 SK인천석유화학 등 다운스트림 설비와 연계되어 중장기적으로 SKI E&S는 물론 SK이노베이션의 기업 가치를 한 단계 높이는 계기가 될 것으로 판단한다.
원료 수직 계열화 강화 측면에서 가치 부각	SKI E&S의 BC 가스전-DLNG의 본격 가동은 원재료인 천연가스 조달의 수직계열화를 강화한다는 측면에서 2013~14년 미국 Woodford 가스전-Freeport LNG(FLNG) 투자와 궤를 같이 한다. SKI E&S는 5GW의 LNG 발전소를 운영하는 국내 1위 민간 발전사업자다. 문제는 LNG 발전소의 가동률과 수익성이 원재료인 LNG 도입가격에 민감하다는 것이다. 특히 LNG 가격은 국제유가, 천연가스 수급, 지정학적 리스크 등 외부 환경의 변화에 따라 높은 변동성을 보인다. 따라서, 회사는 사업 모델의 지속성과 경쟁력을 확보하기 위해 2013년 미국 Freeport LNG 액화설비 이용계약을 체결하고, 2014년 Woodford 셰일가스 전 지분을 인수하며 천연가스 업스트림으로 사업 영역을 확장했다. 이후 2026년에는 호주 BC 가스전과 DLNG의 본격 가동을 통해 미국에 이어 호주에서도 천연가스 생산부터 액화까지 연결되는 또 하나의 자체 LNG 조달 기반을 확보하게 됐다.
탕구 물량 대체로 수익성 변동성 완화	특히 인도네시아 탕구(Tangguh) 프로젝트로부터 도입해 광양 LNG 발전소에 사용된 50~60만톤/년의 LNG가 2026년 말을 기점으로 20년 장기공급계약 만료를 앞두고 있다는 점에서 DLNG는 더욱 중요하다. 탕구 프로젝트에서 조달한 저가 LNG는 그 간 광양 발전소의 높은 원가 경쟁력을 뒷받침해 온 핵심 요인 중 하나다. 따라서, 기존 계약 만료 이후 대체 LNG의 도입단가 상승은 발전사업 수익성을 저하를 유발하는 리스크 요인이다. 이 상황에서 호주 DLNG를 통해 130만톤/년의 LNG를 확보한다는 점은 중요한 의미를 갖는다. 이는 기존 탕구 도입 물량의 2배 이상으로 탕구 계약 종료에 따른 물량 공백을 충분히 보완할 수 있다. 더욱이 DLNG는 국제 LNG 현물가격에 전적으로 의존하는 외부 구매 물량과 달리 자체 가스전의 생산원가와 액화/운송비를 기반으로 조달 원가가 결정되기에 실제 생산원가가 경쟁력 있는 수준에서 유지되면 탕구 계약 만료에 따른 LNG 평균 도입단가 상승 압력을 완화하고, 국제 LNG 가격 급등 시에도 발전사업의 수익성 변동 리스크를 낮추는 안전 장치가 될 수 있다.
에너지 위기에 그 가치는 더욱 부각될 것	미국/호주의 업스트림 가스 자산과 미드스트림인 트레이딩 법인 PRIZM, 5GW의 다운스트림 LNG 발전소를 보유한 SKI E&S의 포트폴리오 안정성과 가치는 2022년 러-우 전쟁, 2026년 호르무즈 사태와 같은 에너지 위기를 거치며 더욱 부각될 수 있다. 일반적인 장기 LNG 구매 계약은 유가나 Henry Hub에 연동되거나, 현물 구매는 LNG 현물가격은 JKM의 변동에 직접 노출된다. 반면, E&S는 미국/호주에 가스전과 LNG 액화설비를 직접 보유해 원료인 LNG 조달의 경제성은 가스전의 원가 및 액화/운송비 등에 의해 결정된다. 초기 투자비 부담은 크지만 생산 정상화 이후 실질적인 원재료 확보 비용이 국제 가격에 일대일로 노출되지 않는다는 점이다.

현재가 그 빛을 발할 때

해당 구조는 지금과 같이 글로벌 LNG 가격이 급등할 때 특히 빛을 발한다. 시장에서 LNG를 직접 구매하는 경쟁사들은 높아진 가격을 부담해야 하지만, 자체 가스전에서 생산한 물량을 도입하는 E&S는 상대적으로 안정적인 원가를 유지할 수 있다. 또한 호주에서 한국까지의 운송 기간은 통상 10~12일로 미국이나 중동보다 짧고, 호르무즈 해협을 통과할 필요도 없어 운임 및 지정학적 공급 위험을 줄일 수 있다. 여기에 장기용선 LNG 자체 운반선 4척과 보령 LNG 터미널의 인프라도 도입 단가 경쟁력의 핵심이다.

DLNG의 가치는
다운스트림의 수익성 확보

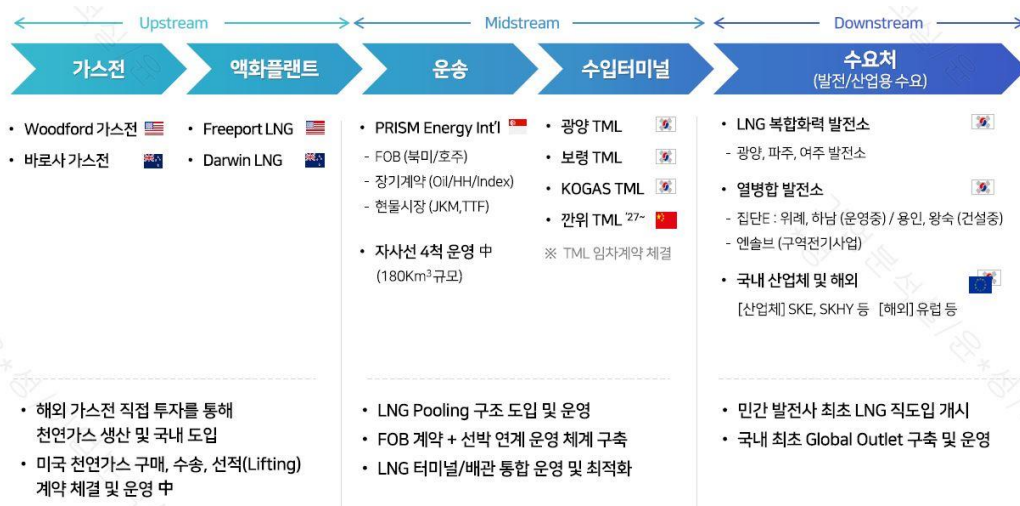
결국 BC 가스전과 DLNG의 가치는 연간 130만 톤의 LNG를 확보했다는 사실 자체보다, 탕구 계약 종료에 따른 LNG 공급 공백을 해소하고 발전용 연료 조달 비용의 예측 가능성을 높여 국내 5GW 발전자산의 수익성을 장기적으로 뒷받침할 수 있다는 점에 있다. 지금처럼 지정학적 요인이 부각되면서 국제 LNG 가격이 상승할수록 자체 가스전에서 생산한 저원가 물량의 전략적 가치는 더욱 커진다.

도표 11. SKI E&S의 LNG 밸류체인 구조화(1)



자료: SKI E&S, 하나증권

도표 12. SKI E&S의 LNG 밸류체인 구조화(2)



자료: SKI E&S, 하나증권

도표 13. SKI E&S의 호주 가스 사업 개요

바로사 가스전	Darwin LNG
	
위치 호주 NT주 북서 해상	위치 호주 육상 NT주 Darwin City 인근
주주구성 SKI Santos JERA	주주구성 SKI Santos JERA 등
COD 2026년 1월 SK 1st Cargo 2월 도입	COD 2006년 설비개조 후 2026년부터 재가동 중
매장량 천연가스 3.4 Tcf 콘덴세이트 51백만 배럴	설비용량 액화용량 LNG 370만톤/년

자료: SKI E&S, 하나증권

도표 14. SKI E&S의 미국 가스 사업 개요

Woodford 가스전	Freeport LNG
	
위치 미국 오클라호마주 북동부	위치 미국 텍사스 주 키타나 섬
주주구성 SKI Continental Resources	운영사 Freeport LNG Development LP
생산개시 2014년 9월 인수 100만톤/년 가스 생산	Toller SK BP TOTAL JERA Osaka Gas
매장량 천연가스 5.4 Tcf LNG 환산 약 1.1억톤	COD Train#1 (2019) Train#2,3 (2020)
	설비용량 총 15.5MTPA (5.15MTPA x 3 Train)

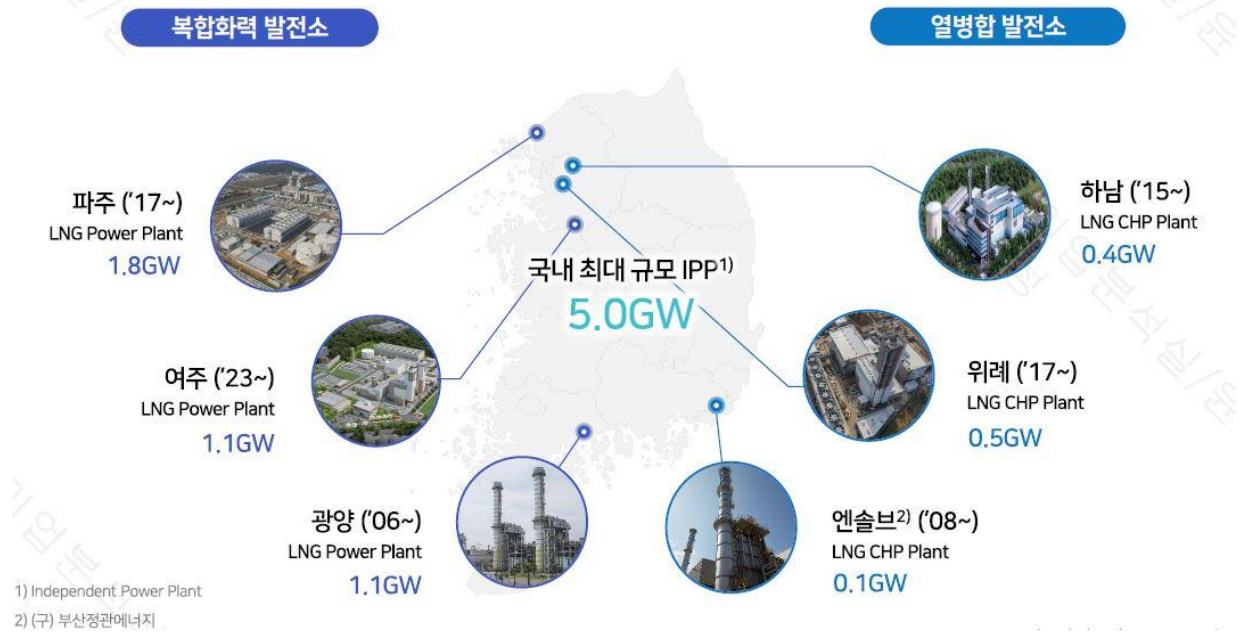
자료: SKI E&S, 하나증권

도표 15. SKI E&S의 자사선과 수입터미널 개요

자사선	수입터미널
	
선주 SK해운	위치 대한민국 충청남도 보령시
용선주 PRISM Energy International Pte. Ltd	운영사 보령LNG터미널
계약기간 20년	Toller GS Energy SK * 개발 참여, TUA 기반 임차 User
선박 수 4척	COD 2017년 1월
용량 화물창 크기 180,000m³	설비용량 140만㎥ (LNG Tank 20만㎥ x 7기)

자료: SKI E&S, 하나증권

도표 16. SKI E&S의 발전소 개요



자료: SKI E&S, 하나증권

도표 17. SK이노베이션 3Q26 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q26F	2Q26	3Q25	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	28,352.2	29,157.2	20,533.2	38.1	-2.8	26,794.3	5.8
영업이익	3,695.2	3,487.3	573.5	544.3	6.0	2,313.2	59.7
세전이익	3,434.5	569.7	69.0	4,877.5	502.9	2,112.8	-38.5
순이익	3,128.8	215.0	-107.9	흑전	1,355.3	1,366.5	-56.3
영업이익률	13.0	12.0	2.8	10.2	1.1	8.6	4.4
세전이익률	12.1	2.0	0.3	11.8	10.2	7.9	4.2
순이익률	11.0	0.7	-0.5	11.6	10.3	5.1	5.9

자료: 하나증권

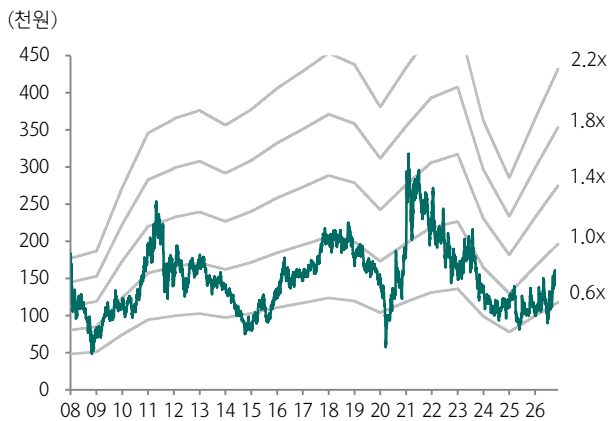
도표 18. SK이노베이션 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2026F			2027F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	110,121.7	110,121.7	0.0	102,719.1	102,719.1	0.0
영업이익	13,065.4	11,877.8	10.0	8,520.1	8,618.5	-1.1
세전이익	8,958.2	7,254.8	23.5	7,824.4	7,887.8	-0.8
순이익	6,145.3	4,905.7	25.3	5,827.6	5,874.8	-0.8
영업이익률	11.9	10.8	1.1	8.3	8.4	-0.1
세전이익률	8.1	6.6	1.5	7.6	7.7	-0.1
순이익률	5.6	4.5	1.1	5.7	5.7	-0.0

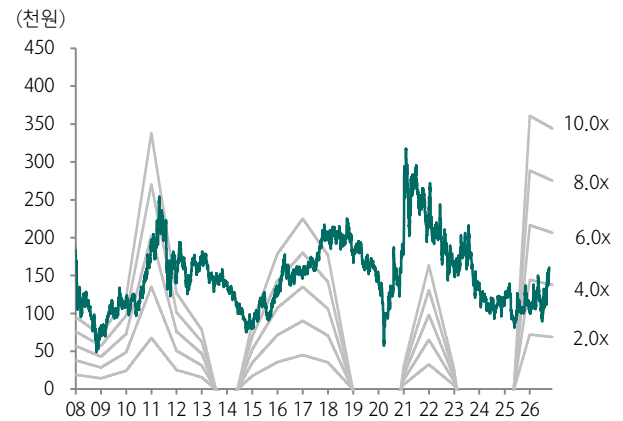
자료: 하나증권

도표 19. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 20. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 21. SK이노베이션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
매출액	21,146.6	19,306.6	20,533.2	19,671.3	24,291.0	29,157.2	28,352.2	28,321.2	74,717.0	80,657.7	110,121.7	102,719.1
QoQ(%)	9.0%	-8.7%	6.4%	-4.2%	23.5%	20.0%	-2.8%	-0.1%				
YoY(%)	12.2%	2.7%	16.3%	1.4%	14.9%	51.0%	38.1%	44.0%	-3.3%	8.0%	36.5%	-6.7%
기타(배터리/E&P)	2,027.2	2,480.2	2,167.6	1,811.3	2,923.0	5,860.5	3,784.0	4,445.5	7,936.3	8,486.3	17,013.0	19,366.1
E&P	383.1	341.7	320.0	322.7	117.7	75.4	64.6	64.0	1,476.7	1,367.5	321.7	249.9
배터리	1,605.4	2,107.7	1,807.9	1,457.2	1,870.1	2,946.0	1,826.5	2,009.2	6,266.6	6,978.2	8,651.8	10,257.0
소재(LiBs 등)	23.8	19.5	23.5	17.2	35.9	39.5	43.5	47.8	133.4	84.0	166.6	244.0
석유	11,918.1	11,118.7	12,442.1	11,711.4	14,029.1	15,611.8	15,487.9	14,725.0	49,839.9	47,190.3	59,853.8	52,090.1
화학	2,477.0	2,268.6	2,415.2	2,121.1	2,420.5	3,105.7	2,580.6	2,562.8	10,351.7	9,281.9	10,669.7	10,659.3
윤활유	972.2	893.8	980.5	989.6	1,222.3	1,983.1	2,567.3	2,421.0	4,235.4	3,836.1	8,193.7	7,629.1
E&S	3,752.1	2,545.3	2,527.8	3,037.9	3,696.1	2,596.1	3,932.3	4,167.0	2,353.7	11,863.1	14,391.5	12,974.5
영업이익	-44.6	-417.6	573.5	295.3	2,162.2	3,487.3	3,695.2	3,720.7	315.5	406.6	13,065.4	8,520.1
영업이익률(%)	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.5%	8.9%	12.0%	13.0%	13.1%	0.4%	0.5%	11.9%	8.3%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	-48.5%	632.2%	61.3%	6.0%	0.7%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	84.7%	흑전	흑전	544.3%	1160.0%	-83.4%	28.9%	3,113.3%	-34.8%
기타(배터리/E&P)	-226.3	-28.6	-69.8	-394.1	-294.1	1,236.3	139.3	129.5	-798.3	-718.8	1,210.9	631.8
영업이익률(%)	-11.2%	-1.2%	-3.2%	-21.8%	-10.1%	21.1%	3.7%	2.9%	-10.1%	-8.5%	7.1%	3.3%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-88.7%	-7.0%				
YoY(%)	적지	적지	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전	-47.8%
E&P	120.4	109.0	89.3	81.0	64.7	29.9	32.9	32.4	573.4	399.7	159.9	125.5
배터리	-299.3	-66.4	-124.8	-440.8	-349.2	821.8	-278.2	-287.6	-1,127.0	-931.3	-93.2	-1,032.1
소재(LiBs 등)	-54.8	-53.7	-50.1	-75.2	-73.2	-63.5	-71.2	-73.6	-282.7	-233.8	-281.5	-311.6
영업이익률(%)	-230.3%	-275.4%	-213.2%	-437.2%	-203.9%	-160.8%	-163.9%	-153.9%	-211.9%	-278.3%	-168.9%	-127.7%
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	1,993.2	1,551.2	1,633.4	1,776.7	461.1	349.1	6,954.5	4,469.0
영업이익률(%)	0.3%	-4.2%	2.4%	4.1%	14.2%	9.9%	10.5%	12.1%	0.9%	0.7%	11.6%	8.6%
QoQ(%)	-89.4%	적전	흑전	56.1%	319.7%	-22.2%	5.3%	8.8%				
YoY(%)	-93.9%	적전	흑전	38.7%	5,390.9%	흑전	436.9%	274.1%	-43.1%	-24.3%	1,892.1%	-35.7%
화학	-114.3	-118.6	-36.8	-8.9	64.6	-34.5	-51.5	27.7	125.3	-278.6	6.3	215.2
영업이익률(%)	-4.6%	-5.2%	-1.5%	-0.4%	2.7%	-1.1%	-2.0%	1.1%	1.2%	-3.0%	0.1%	2.0%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전				
YoY(%)	적전	적전	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	-75.7%	적전	흑전	3,335.2%
윤활유	121.4	134.6	170.6	181.0	188.5	691.9	1,237.4	1,027.6	686.7	607.6	3,145.4	1,829.9
영업이익률(%)	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	15.4%	34.9%	48.2%	42.4%	16.2%	15.8%	38.4%	24.0%
QoQ(%)	-13.0%	10.9%	26.7%	6.1%	4.1%	267.1%	78.8%	-17.0%				
YoY(%)	-44.9%	-11.7%	-2.2%	29.7%	55.3%	414.0%	625.3%	467.7%	-31.2%	-11.5%	417.7%	-41.8%
E&S	193.1	115.0	255.4	117.6	283.2	105.9	807.9	832.8	123.4	681.1	2,029.8	1,685.8
영업이익률(%)	5.1%	4.5%	10.1%	3.9%	7.7%	4.1%	20.5%	20.0%	5.2%	5.7%	14.1%	13.0%
QoQ(%)	56.5%	-40.4%	122.1%	-54.0%	140.8%	-62.6%	662.9%	3.1%				
YoY(%)	적지	적지	적지	-4.7%	46.7%	-7.9%	216.3%	608.2%	적지	451.9%	198.0%	-17.0%
당기순이익	-125.6	-1,032.2	-94.3	-4,184.4	896.1	73.5	3,192.6	2,108.5	-2,372.5	-5,436.4	6,270.7	5,946.6
당기순이익률(%)	-0.6%	-5.3%	-0.5%	-21.3%	3.7%	0.3%	11.3%	7.4%	-3.2%	-6.7%	5.7%	5.8%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	-91.8%	4,245.9%	-34.0%				
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	-5.2%
지배순이익	-229.0	-772.2	-107.9	-2,238.8	964.4	215.0	3,128.8	1,837.1	-2,260.0	-3,347.9	6,145.3	5,827.6

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)			
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	74,269.6	80,296.1	110,121.7	102,719.1	102,778.5
매출원가	70,256.2	75,996.2	91,085.7	88,629.8	90,680.6
매출총이익	4,013.4	4,299.9	19,036.0	14,089.3	12,097.9
판매비	3,950.1	4,569.8	5,970.5	5,569.2	5,572.4
영업이익	355.7	448.7	13,065.4	8,520.1	6,525.5
금융손익	(1,713.5)	(1,593.2)	(3,007.2)	(795.6)	(572.3)
종속/관계기업손익	(430.3)	(245.6)	50.0	50.0	50.0
기타영업외손익	(514.3)	(4,478.7)	(1,150.0)	50.0	50.0
세전이익	(2,302.4)	(5,868.8)	8,958.2	7,824.4	6,053.3
법인세	(0.1)	(955.0)	2,687.5	1,877.9	1,452.8
계속사업이익	(2,302.3)	(4,913.8)	6,270.7	5,946.6	4,600.5
중단사업이익	(70.2)	(522.6)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2,372.5)	(5,436.4)	6,270.7	5,946.6	4,600.5
비지배주주지분 순이익	(112.5)	(2,088.6)	125.4	118.9	92.0
지배주주순이익	(2,260.0)	(3,347.9)	6,145.3	5,827.6	4,508.5
지배주주지분포괄이익	12.2	(3,799.7)	4,012.6	3,805.2	2,943.8
NOPAT	355.7	375.7	9,145.8	6,475.2	4,959.4
EBITDA	2,517.9	2,965.4	16,709.8	12,089.7	10,056.3
성장성(%)					
매출액증가율	(3.91)	8.11	37.14	(6.72)	0.06
NOPAT증가율	(68.61)	5.62	2,334.34	(29.20)	(23.41)
EBITDA증가율	(24.09)	17.77	463.49	(27.65)	(16.82)
영업이익증가율	(81.32)	26.15	2,811.83	(34.79)	(23.41)
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	(5.17)	(22.64)
EPS증가율	적전	적지	흑전	(5.17)	(22.64)
수익성(%)					
매출총이익률	5.40	5.36	17.29	13.72	11.77
EBITDA이익률	3.39	3.69	15.17	11.77	9.78
영업이익률	0.48	0.56	11.86	8.29	6.35
계속사업이익률	(3.10)	(6.12)	5.69	5.79	4.48

투자지표		(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
주당지표(원)						
EPS	(21,236)	(21,056)	36,085	34,220	26,473	
BPS	164,556	129,671	165,756	199,976	226,449	
CFPS	20,391	22,512	88,131	70,398	58,458	
EBITDAPS	23,660	18,651	98,119	70,990	59,050	
SPS	697,896	505,017	646,629	603,161	603,510	
DPS	2,000	0	0	0	0	
주가지표(배)						
PER	(5.27)	(4.81)	4.46	4.70	6.08	
PBR	0.68	0.78	0.97	0.80	0.71	
PCFR	5.49	4.50	1.83	2.29	2.75	
EV/EBITDA	25.24	19.25	3.91	4.83	5.01	
PSR	0.16	0.20	0.25	0.27	0.27	
재무비율(%)						
ROE	(9.65)	(14.42)	24.71	18.89	12.52	
ROA	(2.36)	(3.10)	5.58	5.01	3.90	
ROIC	0.64	0.62	16.27	11.52	9.18	
부채비율	178.77	190.20	170.84	147.27	117.36	
순부채비율	79.53	69.46	56.18	35.56	17.81	
이자보상배율(배)	0.24	0.29	9.35	6.24	5.42	

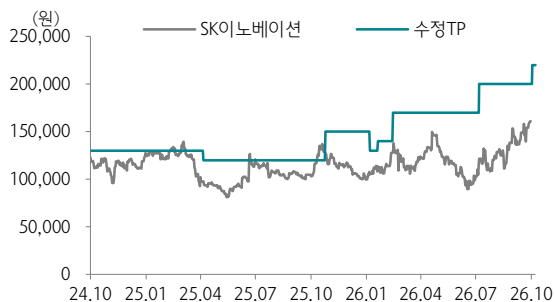
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
유동자산	36,318.4	42,795.3	49,345.8	54,342.0	52,726.2	
금융자산	16,322.1	16,689.5	16,326.1	23,038.3	21,408.7	
현금성자산	15,865.1	16,091.6	15,506.0	22,273.3	20,643.3	
매출채권	7,038.0	6,103.5	8,370.7	7,808.0	7,812.5	
재고자산	10,335.6	9,558.6	13,109.1	12,227.9	12,235.0	
기타유동자산	2,622.7	10,443.7	11,539.9	11,267.8	11,270.0	
비유동자산	74,211.7	62,813.2	65,163.6	63,954.3	60,429.3	
투자자산	10,467.0	8,524.0	11,437.2	10,714.2	10,720.0	
금융자산	1,649.1	1,109.3	1,268.4	1,228.9	1,229.2	
유형자산	56,719.6	47,195.0	46,949.4	46,735.1	43,437.4	
무형자산	2,937.5	2,339.4	2,022.2	1,750.2	1,517.1	
기타비유동자산	4,087.6	4,754.8	4,754.8	4,754.8	4,754.8	
자산총계	110,530.1	105,608.5	114,509.4	118,296.3	113,155.5	
유동부채	37,725.6	41,057.1	44,930.1	43,437.1	34,077.2	
금융부채	18,255.8	16,877.2	16,989.9	16,961.9	7,590.2	
매입채무	9,912.1	9,140.3	9,597.3	8,952.2	8,957.3	
기타유동부채	9,557.7	15,039.6	18,342.9	17,523.0	17,529.7	
비유동부채	33,155.6	28,159.9	27,300.7	27,017.5	27,019.8	
금융부채	29,598.9	25,088.7	23,088.7	23,088.7	23,088.7	
기타비유동부채	3,556.7	3,071.2	4,212.0	3,928.8	3,931.1	
부채총계	70,881.2	69,217.0	72,230.8	70,454.6	61,097.0	
지배주주지분	24,641.4	21,792.1	27,937.3	33,765.0	38,273.5	
자본금	786.0	876.1	876.1	876.1	876.1	
자본잉여금	12,746.8	13,244.8	13,244.8	13,244.8	13,244.8	
자본조정	(216.4)	461.7	461.7	461.7	461.7	
기타포괄이익누계액	3,093.7	2,905.2	2,905.2	2,905.2	2,905.2	
이익잉여금	8,231.3	4,304.3	10,449.6	16,277.2	20,785.7	
비지배주주지분	15,007.5	14,599.4	14,341.3	14,076.6	13,785.0	
자본총계	39,648.9	36,391.5	42,278.6	47,841.6	52,058.5	
순금융부채	31,532.6	25,276.3	23,752.5	17,012.3	9,270.2	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,232.5	2,283.1	11,362.3	9,516.5	8,080.9
당기순이익	(2,372.5)	(5,436.4)	6,270.7	5,946.6	4,600.5
조정	2,930.6	7,681.8	5,294.4	3,519.6	3,480.8
감가상각비	2,454.6	3,235.4	3,644.4	3,569.6	3,530.8
외환거래손익	261.7	(207.9)	300.0	0.0	0.0
지분법손익	204.5	(190.1)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
기타	9.8	4,844.4	1,400.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	1,674.4	37.7	(202.8)	50.3	(0.4)
투자활동 현금흐름	(7,295.3)	(4,285.4)	(8,250.4)	(2,638.8)	(339.8)
투자자산감소(증가)	11,424.2	19,372.8	(4,646.8)	389.5	(339.4)
자본증가(감소)	(10,027.9)	(5,367.2)	(3,081.6)	(3,083.4)	0.0
기타	(8,691.6)	(18,291.0)	(522.0)	55.1	(0.4)
재무활동 현금흐름	20,049.6	(4,920.3)	(1,887.3)	(28.0)	(9,371.7)
금융부채증가(감소)	16,805.1	(5,888.8)	(1,887.3)	(28.0)	(9,371.7)
자본증가(감소)	2,627.6	588.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	616.9	678.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(297.6)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	14,986.8	(6,922.6)	(2,324.6)	6,767.3	(1,630.0)
Unlevered CFO	2,170.0	3,579.3	15,008.9	11,988.8	9,955.4
Free Cash Flow	(7,795.4)	(3,084.1)	8,280.7	6,433.2	8,080.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK이노베이션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.10.12	BUY	220,000		
26.7.16	BUY	200,000	-34.54%	-19.55%
26.2.23	BUY	170,000	-31.21%	-11.88%
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%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 10월 12일 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
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 윤재성은 SK이노베이션의 비용으로 호주 가스전 투어 행사에 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2026년 10월 12일 현재 해당회사의 유가 증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 하시기 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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	98.18%	1.82%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 10월 09일