

# SK이노베이션 (096770)

2026.05.11

## 전 사업부에서 누리는 고유가 + ESS 확대 기회

[에너지/정유/화학] 전유진  
2122-9193 yujinjn@imfnssec.com

### 목표주가 19만원 상향, 투자의견 Buy 조정

동사에 대한 목표주가를 19만원으로 상향조정한다. 중동사태로 유가와 정제마진, 화학제품 가격 모두 상승 전환했는데, 종전 이후에도 공급차질이 단기에 해소되긴 어렵다는 가정 하에 26년 이익 추정치를 대폭 조정함에 따른 것이다.

기존에는 SK-On 실적 부진 장기화로 전사 수익성과 재무구조가 악화되고 있고, 그럼에도 On 구조조정에 대한 의지는 낮다는 점에서 보수적인 의견을 유지했다. On 수익성의 변화는 여전히 부재하나, ①에너지 부문 이익 개선을 통한 EV 적자 상쇄, ②이전보다 높아진 구조조정 의지와 실행력, ③신규 성장축으로 ESS 역할 확대 등 이전과 달라지는 부분들이 포착되고 있다. 또한 이는 궁극적으로 동사의 재무구조 부담 완화로 연결될 것이라 판단해 투자의견 Hold에서 Buy로 조정한다.

### 정유 + E&P + E&S 등 여러 사업부에서 향유하게 될 고유가

동사는 전 사업부에 걸쳐 고유가 환경을 향유할 전망이다. 정유에서는 유가 뿐만 아니라 중동 정제설비 차질로 정제마진 강세도 장기화가 예상된다. E&P 부문에서 중국/베트남 광구 원유는 Brent 가격 연동인 만큼 유가 상승은 매출과 영업이익 증가로 직결된다. 페루 광구의 천연가스는 Henry Hub 연동이라 중동사태 영향이 제한적이지만, 총 1만b/d 이상의 원유는 동일하게 유가 상승 수혜가 적용된다.

유가 상승은 SMP 상승으로 연결돼 E&S 하반기 발전부문 판가 인상을 기대할 수 있다. 한편, E&S 발전소 LNG는 전량 직도입으로 조달되고 있는데, 미국과 호주 등에서 주로 수입된다. 이는 카타르 공백으로 JKM 가격 상방압력이 예상되에도 불구하고 동사 수입에는 실질적 영향이 제한적이다. 또한 연초 호주 CB 가스전 상업가동을 개시했는데, 이는 E&S 발전소에 투입되는 LNG의 약 30%에 달한다.

특히 CB 가스전은 Bayu Undan 가스전과 연계해서 운영하고 있던 Darwin LNG 인프라를 그대로 활용해 기존 프로젝트보다 훨씬 더 낮은 가격에 도입되고 있다. 유가와 LNG 강세로 SMP가 높아지는 한편, 동사는 CB 가스전을 활용해 더 낮은 가격에 안정적으로 LNG를 도입함으로써 국내 민자발전 업체들 중 'SMP-LNG 스프레드' 확대를 가장 뚜렷하게 누리는 업체 중 하나가 될 전망이다

### 미국 ESS 수주 확대로 SK-On 신규 성장동력 확보

보조금 폐지 이후 수요는 둔화되고 있고 OEM들의 EV 축소 전환, Ford JV 해체 등으로 단기에 SK-On 실적 개선을 기대하긴 어렵다. 그러나 2026년을 기점으로 SK-On 성장의 무게중심은 EV에서 ESS로 점차 이동될 전망이다.

미국 태양광 설치량 증가와 AIDC 온사이트 발전 수요 확대 등을 감안하면 현재 플랫폼이던 1GWh 외에 6.2GWh 우선협상 물량도 체결 가능성이 높다. 동사는 26년 20GWh 수주를 목표하고 있는데, SKBA 조지아는 ESS 라인으로 전환했고 BOSK 테네시도 물량 대응을 위해 전환한다는 계획이다. 재생에너지 연계를 넘어 AIDC 전력품질 개선 위해 ESS 역할이 중요해지는 최근 전력시장 트렌드는 동사 ESS 수주 확대의 기회이자, 신규 성장축 확보의 전환점이 될 것이라는 판단이다.

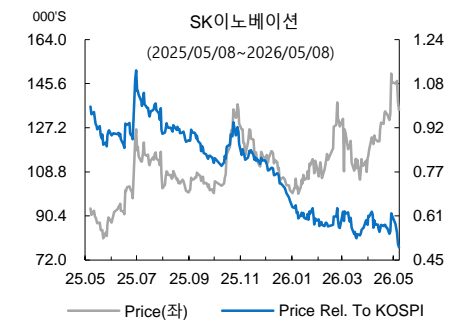
## Buy (Upgrade)

목표주가(12M)	190,000원(상향)
종가(2026.05.08)	134,700원
상승여력	41.1%

Stock Indicator	
자본금	876십억원
발행주식수	16,905만주
시가총액	22,771십억원
외국인지분율	14.6%
52주 주가	81,100~149,800원
60일평균거래량	792,210주
60일평균거래대금	101.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.0	20.5	11.8	48.3
상대수익률	-17.9	-20.9	-72.3	-142.6

### Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	80,296	104,290	93,063	84,917
영업이익(십억원)	449	3,592	2,488	3,748
순이익(십억원)	-3,348	809	562	1,151
EPS(원)	-21,056	4,750	3,302	6,760
BPS(원)	127,962	130,253	128,842	130,889
PER(배)		28.4	40.8	19.9
PBR(배)	0.8	1.0	1.0	1.0
ROE(%)	-14.4	3.7	2.5	5.2
배당수익률(%)		1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	10.9	7.1	8.4	6.9

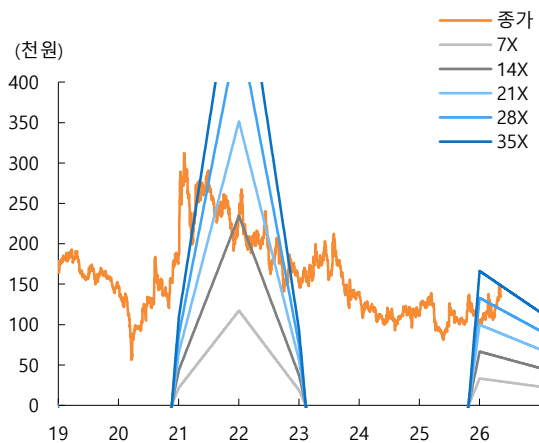
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. SK이노베이션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(십억원)	기준 (2025.10.31)			변경 (2026.05.11)			참고 내용
	25~26년 EBITDA	Mutiple	EV	26년 EBITDA	Mutiple	EV	
<b>사업가치 합계</b>			<b>44,187</b>			<b>52,869</b>	<b>(A)= (a)+(b)+(c)+(d)+(e)+(f)+(g)</b>
정유	1,319	7.3	9,625	3,105	7.5	23,289	(a) 아시아 정유사 Peer EV/EBITDA 평균
화학	471	5.6	2,640	678	6.5	4,404	(b) 아시아 석유화학 Peer EV/EBITDA 평균
윤활유	910	7.3	6,640	950	7.5	7,127	(c) 아시아 정유사 Peer EV/EBITDA 평균
배터리(SK-On)	716	5.4	3,487	66	8.5	505	(d) 배터리 Peer EV/EBITDA 대비 50% 할인 및 지분율 반영)
소재(SKIET)	277	6.9	766	211	7.0	568	(e) SKIET 시총 기준 지분가치 70% 할인, EV/EBITDA 적용 평균
E&P			7,178			7,178	(f) 23년 말 확인 매장량 3.3억 배럴, 배럴당 \$15 적용
SKE&S	1,244	7.8	9,703	1,380	7.1	9,799	(g) SK가스, 한국전력 26년 EV/EBITDA 평균
투자자산가치	9,986		7,755	7,533		5,273	(B): 2026년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			27,106			25,885	(C): 2026년 당사 예상치 기준
우선주 시가총액			86.6			95.1	(D): 2026년 5월 8일 증가 기준
<b>보통주 적정 시가총액</b>			<b>19,836</b>			<b>32,161</b>	<b>(E): (A)+(B)-(C)-(D)</b>
보통주 발행주식 수	169,052,788						
적정주가 (원)			117,337			190,244	(G) = (E)/(F)
<b>목표주가 (원)</b>			<b>117,000</b>			<b>190,000</b>	<b>기준 대비 +62% 상향 조정</b>
현재주가 (원)			102,000			134,700	2026년 5월 8일 증가 기준
<b>상승여력 (%)</b>			<b>14.7%</b>			<b>41.1%</b>	

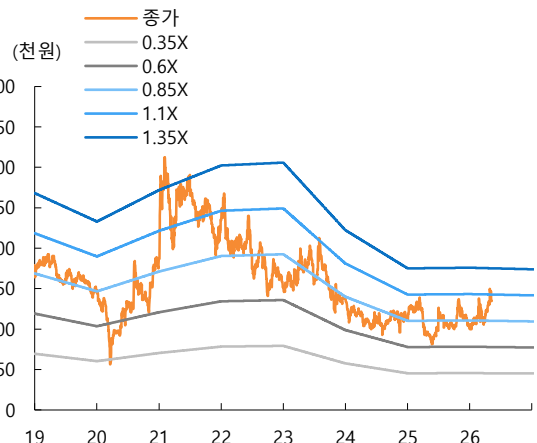
자료: iM증권 리서치본부

그림1. SK이노베이션 12M Forward PER 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림2. SK이노베이션 12M Forward PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

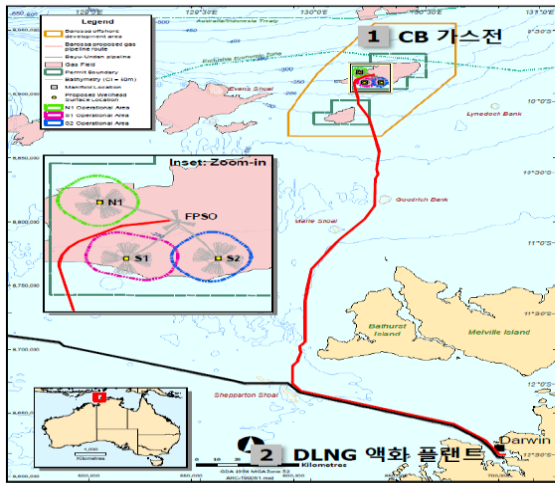
표2. SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
<b>합계</b>											
매출액	21,147	19,307	20,533	19,671	26,383	26,172	25,903	25,832	74,270	80,658	104,290
영업이익	-45	-418	573	295	1,904	522	496	670	356	406	3,592
영업이익률	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.5%	7.2%	2.0%	1.9%	2.6%	0.5%	0.5%	3.4%
<b>석유</b>											
매출액	11,918	11,119	12,442	11,711	17,187	16,486	16,220	15,579	49,840	47,190	65,472
영업이익	36	-466	304	475	1,768	382	152	240	461	349	2,541
영업이익률	0.3%	-4.2%	2.4%	4.1%	10.3%	2.3%	0.9%	1.5%	0.9%	0.7%	3.9%
<b>화학</b>											
매출액	2,477	2,269	2,301	2,121	2,566	2,873	2,669	2,679	10,352	9,168	10,787
영업이익	-114	-119	-25	-9	50	93	81	104	125	-266	329
영업이익률	-4.6%	-5.2%	-1.1%	-0.4%	2.0%	3.2%	3.0%	3.9%	1.2%	-2.9%	3.0%
<b>운할유</b>											
매출액	972	894	981	990	1,033	1,323	1,209	1,169	4,235	3,836	4,734
영업이익	121	135	171	181	143	182	175	156	687	608	655
영업이익률	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	13.8%	13.7%	14.5%	13.3%	16.2%	15.8%	13.8%
<b>SK-On (AMPC 반영)</b>											
매출액	1,605	2,108	1,808	1,457	2,078	2,383	2,404	2,695	6,267	6,978	9,561
영업이익	-299	-66	-125	-441	-362	-361	-233	-133	-1,127	-932	-1,089
영업이익률	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-30.3%	-17.4%	-15.1%	-9.7%	-4.9%	-18.0%	-13.4%	-11.4%
<b>SK-On (AMPC 제외)</b>											
매출액	1,605	2,108	1,808	1,457	2,078	2,383	2,404	2,695	6,267	6,978	9,561
영업이익	-477	-340	-298	-543	-488	-501	-397	-323	-1,420	-1,658	-1,709
영업이익률	-29.7%	-16.1%	-16.5%	-37.2%	-23.5%	-21.0%	-16.5%	-12.0%	-22.7%	-23.8%	-17.9%
<b>AMPC 추정</b>											
판매량(GW)	2.7	4.3	2.8	1.6	1.9	2.1	2.5	2.9	4.8	11.4	9.4
AMPC 반영	178.0	273.4	173.1	101.3	126.8	139.5	163.4	190.6	292.5	725.8	620.3
<b>SKE&amp;S</b>											
매출액	3,752	2,545	2,528	3,038	3,148	2,751	3,061	3,421	3,135	11,863	12,380
영업이익	193	115	255	118	245	164	264	247	123	681	921
영업이익률	5.1%	4.5%	10.1%	3.9%	7.8%	6.0%	8.6%	7.2%	3.9%	5.7%	7.4%
<b>소재 및 기타</b>											
매출액	422	373	474	354	372	356	339	289	441	1,623	1,356
영업이익	18	-16	-7	-29	60	61	58	57	86	-34	235
영업이익률	4.3%	-4.3%	-1.5%	-8.0%	16.0%	17.2%	17.0%	19.6%	19.5%	-2.1%	17.3%

자료: iM증권 리서치본부

주: SK-On과 합병 완료된 SKTI, SK엔텀 실적은 연결 기준으로 정유부문에 포함되며, SK-On 실적은 배터리 부문만 포함하는 수치임

그림3. SKI E&S 호주 CB 가스전 및 DLNG 플랜트 개요



**1 Caldita-Barossa (CB) 가스전**

광구명	호주 NT/L1, Barossa
위치	호주 북서 해상 (해안으로부터 약 300km)
매장량	Gas 3.6 Tcf, Condensate 49 MMbbl
LNG 생산량	350 만톤/년
참여자	SKI E&S (37.5%), Santos (50%, 운영사) JERA (12.5%)

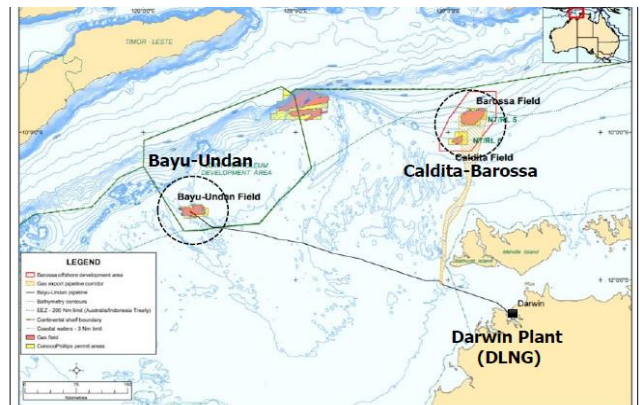
**2 Darwin LNG (DLNG) 액화 플랜트**

위치	호주 육상 Darwin 市 인근
생산이력	'06~'23년간 LNG 생산 (BU 가스전 이용)
설비개조	CB 가스전 액화설비 용도로 개조 진행중
액화용량	370만톤/년

자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

그림4. DLNG 터미널 개요(좌) 및 위치(우): BU 가스전과 CB 가스전 사이에 위치

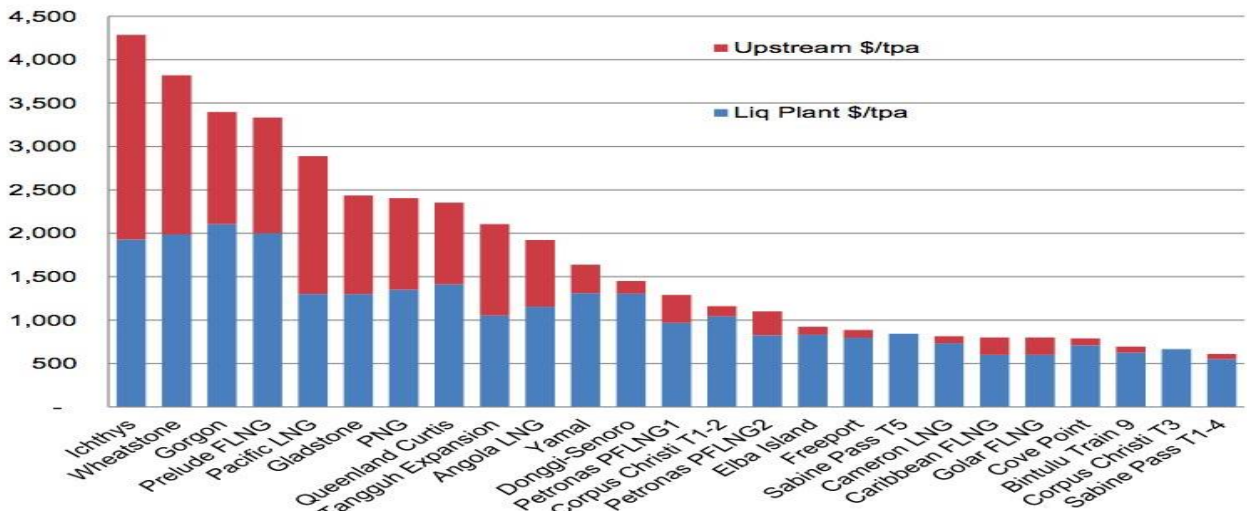
위치	• 호주 육상 다윈 시 인근
참여자	• 운영사 : Santos 43.4% • JV : SK 25.0%, INPEX 11.4%, ENI 11.0%, JERA 6.1%, Tokyo Gas 3.1%
개발현황	• '03~'05, DLNG Plant 건설 • '06~'23.11월, BU 생산 Gas 액화/LNG 판매 (약 18년간 총 835개 Cargo 판매) • '23~'25.3sQ, Barossa Gas 액화 위한 설비 개보수 작업 (Darwin Life Extension, "DLE") • '25.4Q~, Barossa 생산 Gas 액화
Capacity	• 3.7 MTPA (한국 전체 LNG 수입의 8%)



자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

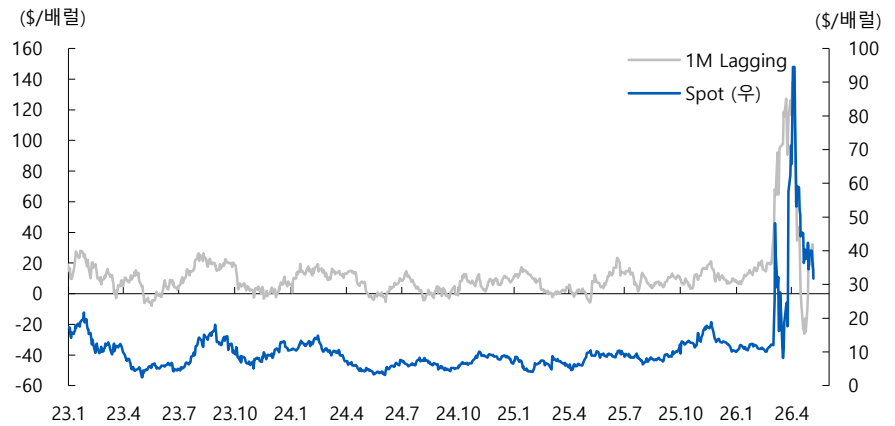
그림5. 2014~2018년에 건설된 주요 LNG 프로젝트들의 투자 비용: 액화설비 투자비는 톤당 평균 1,130달러 수준

Figure 1: Overall Project Capital Costs \$/tpa Constructed 2014-18



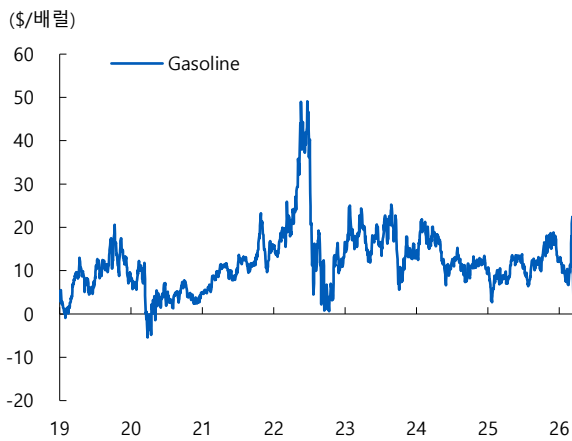
자료: 산업자료, iM 증권 리서치본부

그림6. 복합정제마진 추이



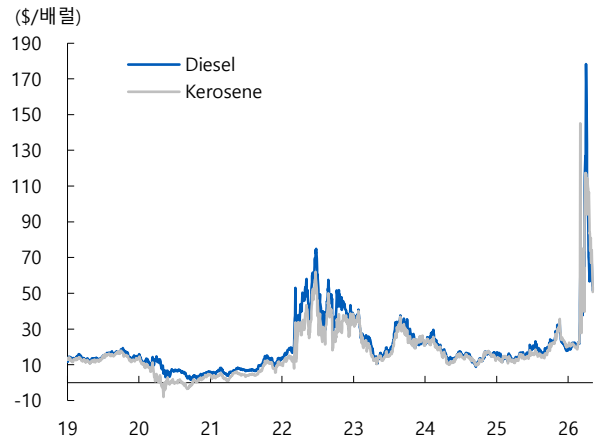
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림7. 휘발유 마진 추이



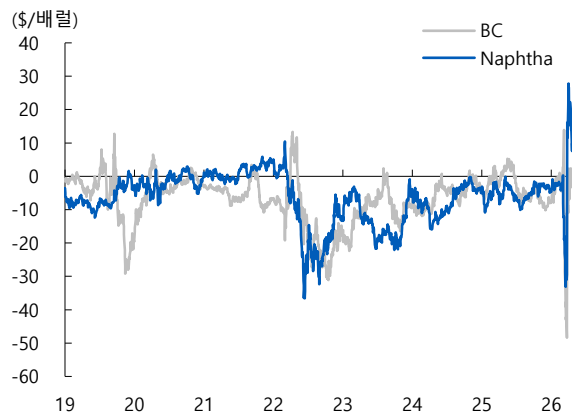
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림8. 등/경유 마진 추이



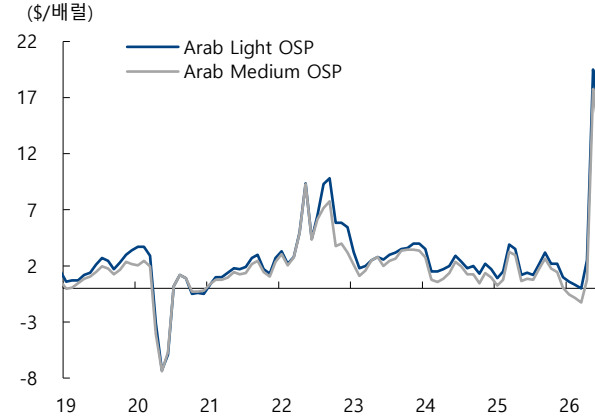
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림9. 납사/BC 마진 추이



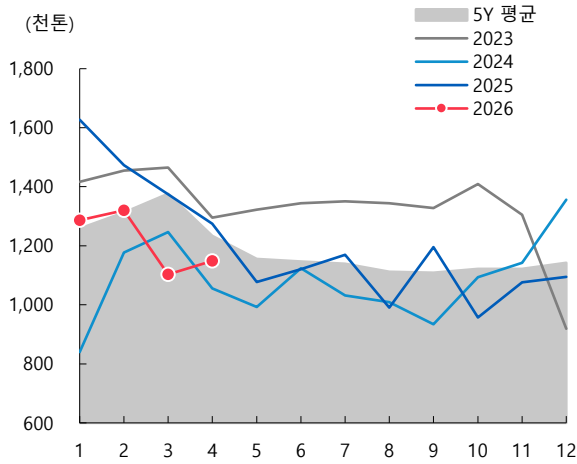
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림10. 사우디 Aramco OSP 추이



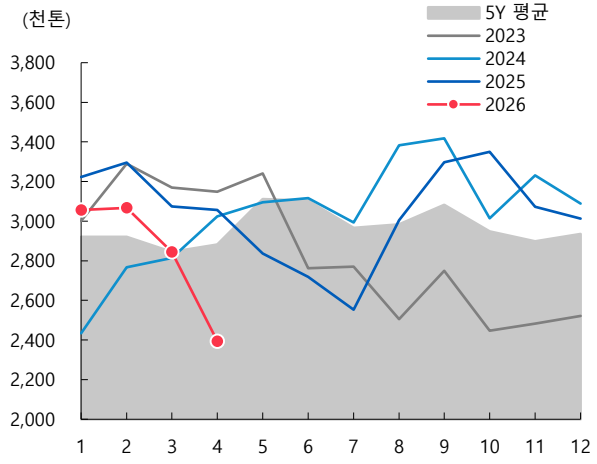
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 유럽 휘발유 재고 추이



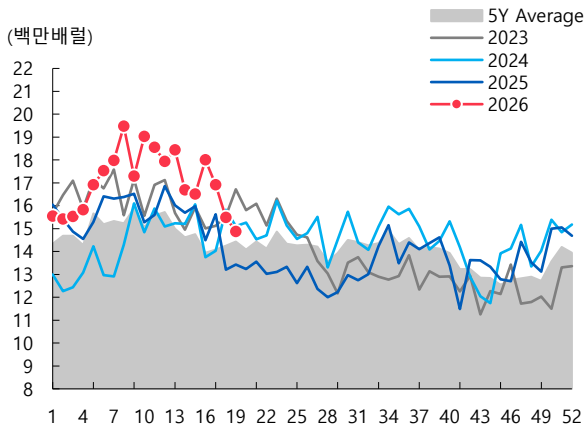
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 유럽 중간유분 재고 추이



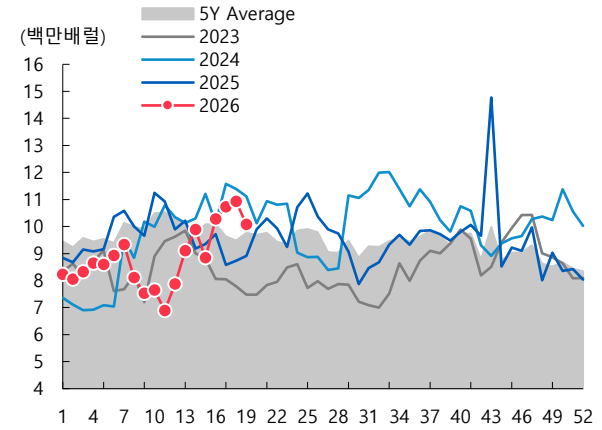
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 싱가포르 경질유분 재고 추이



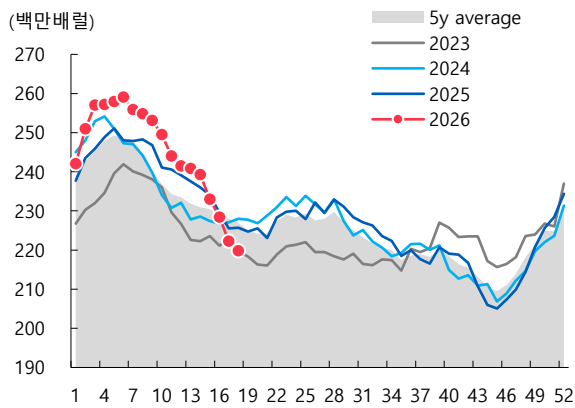
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. 싱가포르 중간유분 재고 추이



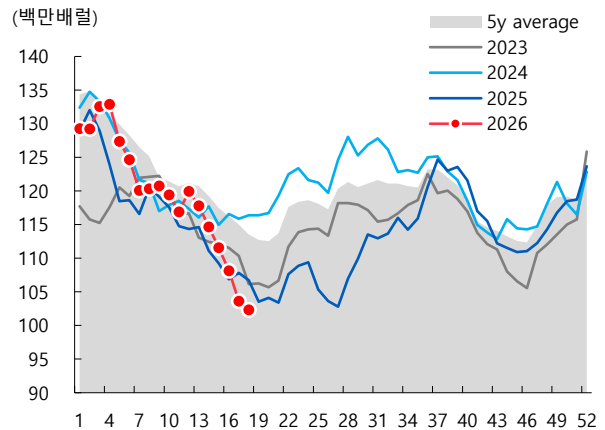
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. 미국 휘발유 재고 추이



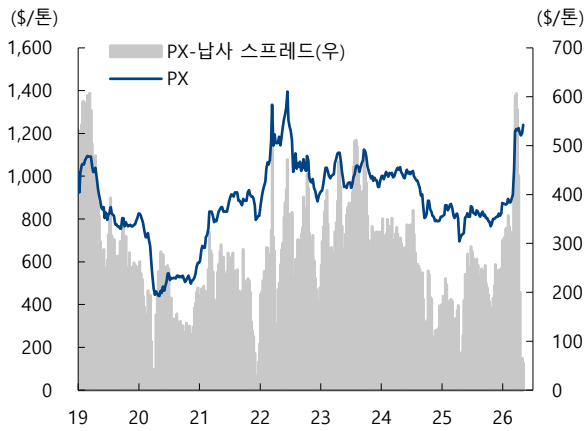
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림16. 미국 중간유분 재고 추이



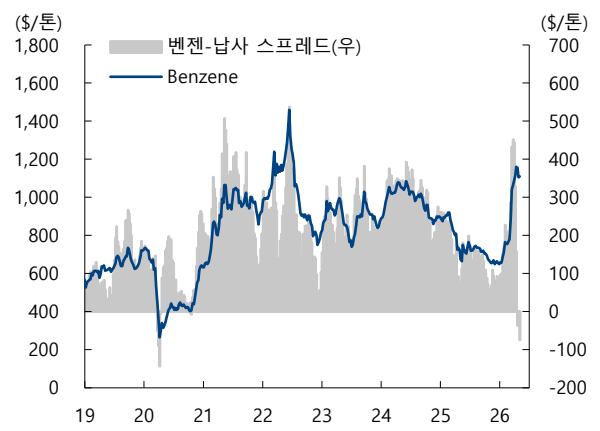
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림17. PX 가격 및 스프레드 추이



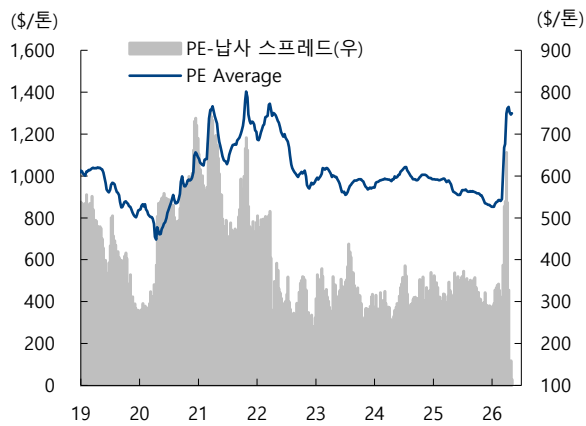
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림18. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



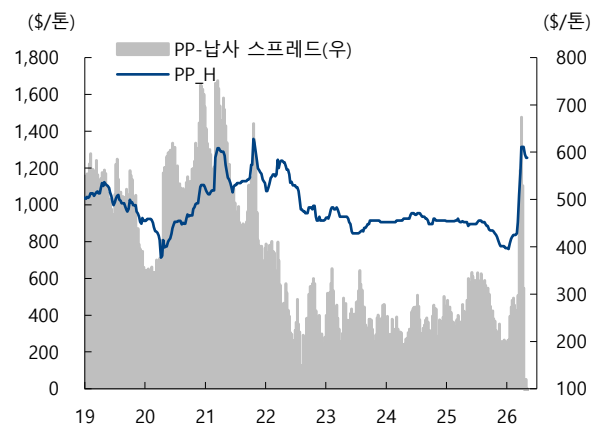
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림19. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림20. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	42,795	47,657	45,452	43,207	매출액	80,296	104,290	93,063	84,917
현금 및 현금성자산	16,092	13,225	13,417	12,824	증가율(%)	8.1	29.9	-10.8	-8.8
단기금융자산	294	274	282	291	매출원가	75,996	95,441	85,828	76,732
매출채권	8,087	11,146	9,969	9,114	매출총이익	4,300	8,849	7,235	8,185
재고자산	9,559	13,979	12,474	11,382	판매비와관리비	4,570	5,257	4,747	4,437
비유동자산	62,813	61,009	60,315	61,541	연구개발비	368	-	-	-
유형자산	47,195	47,244	47,840	49,571	기타영업수익	719	-	-	-
무형자산	2,339	2,026	1,756	1,525	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	105,608	108,666	105,767	104,747	영업이익	449	3,592	2,488	3,748
유동부채	41,057	44,000	42,523	40,988	증가율(%)	26.1	700.5	-30.7	50.6
매입채무	9,140	11,872	10,594	9,666	영업이익률(%)	0.6	3.4	2.7	4.4
단기차입금	7,202	7,702	6,902	6,102	이자수익	411	338	343	329
유동성장기부채	9,372	8,844	9,200	9,139	이자비용	1,530	1,522	1,435	1,384
비유동부채	28,160	27,380	25,846	25,295	지분법이익(손실)	-246	-27	-164	-145
사채	5,806	5,806	5,006	5,006	기타영업외손익	-4,479	93	320	207
장기차입금	16,959	16,759	15,659	15,159	세전계속사업이익	-5,869	1,695	1,178	2,412
부채총계	69,217	71,380	68,370	66,284	법인세비용	-955	381	265	543
지배주주지분	21,792	22,182	21,942	22,291	세전계속이익률(%)	-7.3	1.6	1.3	2.8
자본금	876	876	876	876	당기순이익	-5,436	1,314	913	1,869
자본잉여금	13,245	13,245	13,245	13,245	순이익률(%)	-6.8	1.3	1.0	2.2
이익잉여금	4,304	4,780	5,009	5,826	지배주주귀속 순이익	-3,348	809	562	1,151
기타자본항목	2,670	2,585	2,116	1,647	기타포괄이익	-501	-58	-58	-58
비지배주주지분	14,599	15,104	15,455	16,173	총포괄이익	-5,938	1,255	855	1,811
자본총계	36,391	37,286	37,397	38,464	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

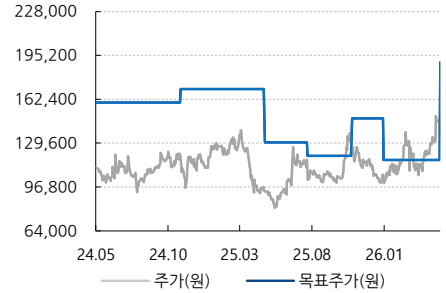
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	2,283	3,262	10,054	10,092	주당지표 (원)				
당기순이익	-5,436	1,314	913	1,869	EPS	-21,056	4,750	3,302	6,760
유형자산감가상각비	2,865	2,901	2,685	2,569	BPS	127,962	130,253	128,842	130,889
무형자산상각비	370	314	269	231	CFPS	-707	23,624	20,649	23,201
지분법관련손실(이익)	-246	-27	-164	-145	DPS	-	2,000	2,000	2,000
투자활동 현금흐름	-4,285	-3,597	-3,737	-5,233	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-4,802	-2,950	-3,280	-4,300	PER		28.4	40.8	19.9
무형자산의 처분(취득)	-224	-	-	-	PBR	0.8	1.0	1.0	1.0
금융상품의 증감	1,715	280	497	21	PCR	-143.1	5.7	6.5	5.8
재무활동 현금흐름	2,346	400	-2,050	-1,067	EV/EBITDA	10.9	7.1	8.4	6.9
단기금융부채의증감	-4,560	-28	-444	-861	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	4,960	-200	-1,900	-500	ROE	-14.4	3.7	2.5	5.2
자본의증감	2,000	-	-	-	EBITDA이익률	4.6	6.5	5.8	7.7
배당금지급	-231	-231	-231	-231	부채비율	190.2	191.4	182.8	172.3
현금및현금성자산의증감	226	-2,867	192	-593	순채비율	63.1	68.7	61.7	58.0
기초현금및현금성자산	15,865	16,092	13,225	13,417	매출채권회전율(x)	9.5	10.8	8.8	8.9
기말현금및현금성자산	16,092	13,225	13,417	12,824	재고자산회전율(x)	8.1	8.9	7.0	7.1

자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

SK이노베이션 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-11-05	Buy	170,000	-31.4%	-18.1%
2025-05-02	Buy	130,000	-25.6%	-2.7%
2025-07-10	Hold	130,000	-11.9%	-9.8%
2025-07-31	Hold	120,000	-9.0%	14.2%
2025-11-03	Hold	148,000	-23.4%	-14.5%
2026-01-08	Hold	117,000	1.7%	28.0%
2026-05-11	Buy	190,000		



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-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 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.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-