

SK이노베이션 (096770)

국내 정유사들 중에서 차별화되는 포인트 2가지

목표주가 19만원, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 19만원, 투자의견 매수를 유지한다. 종전 이후에도 에너지 공급 차질이 단기에 정상화되긴 어려워 적어도 연말~연초까지는 고유가와 정제마진 강세가 지속될 것으로 전망한다. 정유 뿐만 아니라 E&P, E&S 등 여러 사업부문에 걸쳐 이를 향유할 수 있어 국내 Peer 정유사들 대비 이익 레버리지도 더 두드러진다.

이와 동시에 동사는 ①호주 CB 가스전 상업가동 개시, ②북미 ESS 신규 수주 확보의 기회라는 측면에서 국내 정유사들 대비 차별화되는 포인트 2가지를 갖추고 있다. 특히 AIDC 확대에 따른 온사이트 BTM 발전은 그동안 실적 및 재무구조 약화의 핵심이었던 SK-On에게 ESS라는 새로운 성장축을 제공할 수 있다는 점에서 주목할 필요가 있다.

1Q26 Review: 2.16조원(+634%QoQ) vs 컨센서스 2.03조원

1분기 영업이익은 2.16조원 QoQ+634% 대폭 증가했고, 컨센서스 2.03조원 대비로도 소폭 상회했다. 내수 최고가격제 시행에 따른 마진 압박에도 불구하고, 유가/정제마진 급등에 따른 영향이다. 참고로 1분기에 반영된 전사 재고관련 이익은 1조원 내외였다.

석유화학과 운할유 모두 저가 납사 투입에 따른 레깅효과와 재고평가이익 반영으로 전분기 대비 영업이익은 증가했다. SK E&S는 동절기 도시가스 성수기 및 SMP 가격 상승 효과로 2,832억원(+141%QoQ)으로 큰 폭 확대되었고, SK-On은 북미/유럽/아시아 등 전 지역에서 판매량이 늘며 영업손익 -3,492억원으로 적자를 약 900억원 축소했다.

26년 차별적 포인트: CB 가스전 상업가동 + ESS 신규 수주 확보 기회

동사 포함 국내 정유사 전반적으로 상반기는 유가와 영업이익 변동성 확대가 불가피할 전망이다. 다만, 최근 중동과 아시아 공급차질 장기화로 중간유분 재고가 빠르게 줄고 있고, 종전 이후에도 공급 정상화가 단기에 이뤄지긴 어렵다. 따라서 하반기로 가면서 유가/정제마진 모두 상향 안정화되며 연간으로는 약 3.9조원의 영업이익을 추정한다. 정유 부문에서 내수 적자에 대한 정부의 정산이 우려되긴 하나, 적어도 원가 만큼은 보전받을 가능성이 높아 내수 마진의 아쉬움보다는 구조적인 정제마진 강세와 이에 따른 이익 체력 확대에 좀 더 집중할 필요가 있다는 판단이다.

한편, 에너지 가격 강세 속에서 국내 정유사들 대비 26년 동사의 차별화되는 포인트는 ①호주 CB 가스전 상업가동 개시, ②북미 ESS 신규 수주 확보의 기회 확대 등이다.

연초에 상업가동을 시작한 CB 가스전 물량은 3월부터 국내 도입되기 시작했는데, 온기 반영되면 E&S 발전소에 필요한 LNG의 30% 달한다. 특히 이는 Darwin LNG 인프라를 활용해 기존 프로젝트보다 훨씬 더 낮은 가격에 도입돼 동사는 민자 발전소들 중 SMP 강세 속에 SMP-LNG 마진 확대를 가장 뚜렷하게 누릴 수 있을 것으로 판단한다.

또한 미국 태양광 설치량 증가와 AIDC 온사이트 발전 수요 확대 등을 감안하면 현재 플랫폼이던 1GWh 외에 6.2GWh 우선협상 물량도 실제 체결될 가능성이 높다. 동사는 26년 총 20GWh 규모의 수주를 목표하고 있는데, SKBA 조지아 공장은 ESS 라인으로 전환 완료했고 BOSK 테네시 공장 또한 ESS 물량 대응을 위해 전환한다는 계획이다. 단순히 재생에너지와의 연계를 넘어, AI 데이터센터 전력품질 개선 용도로 ESS 역할이 더 중요해지는 최근 전력시장 트렌드 변화는 동사 ESS 수주 확대 기회이자, SK-On이 신규 성장축을 확보할 수 있는 전환점이 될 것으로 판단한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

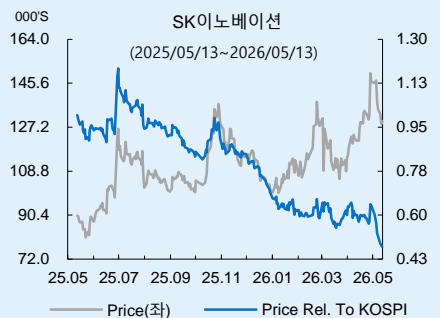
목표주가(12M)	190,000원(유지)
증가(2026.05.13)	129,700원
상승여력	46.5%

Stock Indicator

자본금	876십억원		
발행주식수	16,905만주		
시가총액	21,926십억원		
외국인지분율	14.7%		
52주 주가	81,100~149,800원		
60일평균거래량	809,915주		
60일평균거래대금	104.3십억원		

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.7	14.0	2.7	43.8
상대수익률	-28.3	-28.5	-85.4	-156.9

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	80,296	102,300	92,631	84,473
영업이익(십억원)	449	3,865	2,155	3,457
순이익(십억원)	-3,348	945	404	1,010
EPS(원)	-21,056	5,549	2,370	5,928
BPS(원)	127,962	131,052	128,709	129,924
PER(배)		23.4	54.7	21.9
PBR(배)	0.8	1.0	1.0	1.0
ROE(%)	-144	4.3	1.8	4.6
배당수익률(%)		1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	10.9	6.6	8.8	7.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

그림1. SK 이노베이션 사업부문별 매출 & 영업이익 구분 (2026년 1분기부터 변경 구분)

(단위 : 십억원)

구분	매출액					영업이익				
	'25.1Q	'25.4Q	'26.1Q	QoQ	YoY	'25.1Q	'25.4Q	'26.1Q	QoQ	YoY
SK에너지	10,174.0	9,382.0	11,978.6	+2,596.6	+1,804.6	-126.1	282.7	1,283.2	+1,000.5	+1,409.3
SK지오센트릭	3,158.2	2,822.2	3,213.0	+390.8	+54.8	-94.9	-5.5	127.5	+133.0	+222.4
SK엔무브	1,185.1	1,126.3	1,222.3	+96.0	+37.2	121.9	181.1	188.5	+7.4	+66.6
SK인천석유화학	2,289.3	2,385.7	3,015.4	+629.7	+726.1	-25.8	52.7	647.1	+594.4	+672.9
SK어스온*	110.4	89.6	117.7	+28.1	+7.3	51.1	25.7	64.7	+39.0	+13.6
SK온**	1,605.4	1,457.2	1,791.2	+334.0	+185.8	-299.3	-440.8	-349.2	+91.6	-49.9
SK트레이딩인터내셔널	13,292.4	11,480.4	15,109.2	+3,628.8	+1,816.8	147.1	128.0	15.6	-112.4	-131.5
SK아이이테크놀로지	58.2	41.8	35.9	-5.9	-22.3	-69.6	-75.7	-73.2	+2.5	-3.6
SK이노베이션 E&S	3,896.4	3,151.6	3,696.1	+544.5	-200.3	199.9	118.0	283.2	+165.2	+83.3
기타***	-14,622.8	-12,265.5	-15,967.2	-3,701.7	-1,344.4	51.1	29.1	-25.2	-54.3	-76.3
합계	21,146.6	19,671.3	24,212.1	+4,540.8	+3,065.5	-44.6	295.3	2,162.2	+1,866.9	+2,206.8

* 페루 실적 미포함

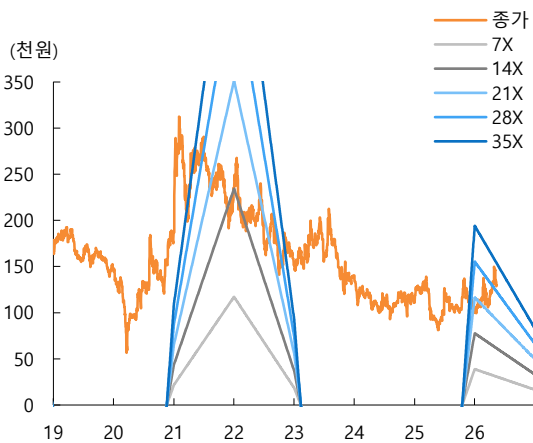
** 배터리 사업 (합병법인 기준 당기 영업이익: -1,451억원)

***기타: 페루, Staff 및 연결 조정 등

6

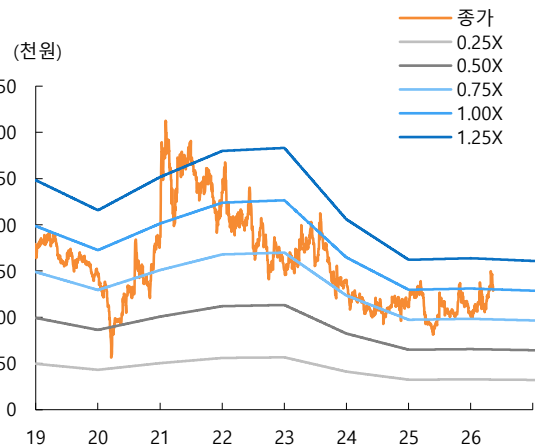
자료: SK이노베이션, iM증권 리서치본부

그림2. SK 이노베이션 12M Forward PER 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림3. SK 이노베이션 12M Forward PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

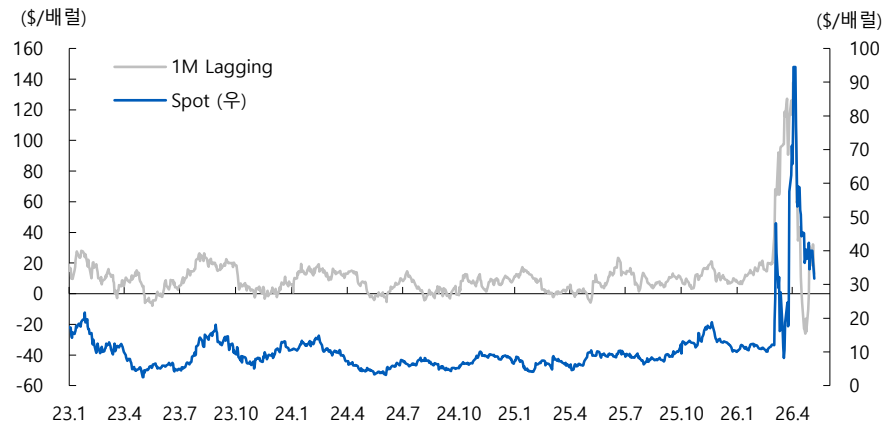
표1. SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
합계											
매출액	21,147	19,307	20,533	19,671	24,212	26,926	25,528	25,634	74,270	80,658	102,300
영업이익	-45	-418	573	295	2,162	644	444	615	356	406	3,865
영업이익률	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.5%	8.9%	2.4%	1.7%	2.4%	0.5%	0.5%	3.8%
석유											
매출액	11,918	11,119	12,442	11,711	30,103	16,604	15,868	15,535	49,840	47,190	78,110
영업이익	36	-466	304	475	1,946	408	153	286	461	349	2,793
영업이익률	0.3%	-4.2%	2.4%	4.1%	6.5%	2.5%	1.0%	1.8%	0.9%	0.7%	3.6%
화학											
매출액	2,477	2,269	2,301	2,121	3,213	3,599	2,630	2,635	10,352	9,168	12,078
영업이익	-114	-119	-25	-9	128	147	56	72	125	-266	402
영업이익률	-4.6%	-5.2%	-1.1%	-0.4%	4.0%	4.1%	2.1%	2.7%	1.2%	-2.9%	3.3%
유탄유											
매출액	972	894	981	990	1,222	1,325	1,230	1,211	4,235	3,836	4,988
영업이익	121	135	171	181	189	214	190	172	687	608	765
영업이익률	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	15.4%	16.1%	15.5%	14.2%	16.2%	15.8%	15.3%
SK-On (AMPC 반영)											
매출액	1,605	2,108	1,808	1,457	1,791	2,383	2,404	2,695	6,267	6,978	9,274
영업이익	-299	-66	-125	-441	-349	-303	-200	-140	-1,127	-932	-992
영업이익률	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-30.3%	-19.5%	-12.7%	-8.3%	-5.2%	-18.0%	-13.4%	-10.7%
SK-On(AMPC 제외)											
매출액	1,605	2,108	1,808	1,457	1,791	2,383	2,404	2,695	6,267	6,978	9,274
영업이익	-477	-340	-298	-543	-428	-393	-361	-323	-1,420	-1,658	-1,505
영업이익률	-29.7%	-16.1%	-16.5%	-37.2%	-23.9%	-16.5%	-15.0%	-12.0%	-22.7%	-23.8%	-16.2%
AMPC 추정											
판매량(GW)	2.7	4.3	2.8	1.6	1.5	1.5	2.7	3.1	4.8	11.4	9.0
AMPC 반영	178.0	273.4	173.1	101.3	79.0	90.2	160.7	183.6	292.5	725.8	513.5
SKE&S											
매출액	3,752	2,545	2,528	3,038	3,696	2,778	3,090	3,452	3,135	11,863	13,016
영업이익	193	115	255	118	283.2	189	275	258	123	681	1,005
영업이익률	5.1%	4.5%	10.1%	3.9%	7.7%	6.8%	8.9%	7.5%	3.9%	5.7%	7.7%
소재 및 기타											
매출액	422	373	474	354	-15,814	236	305	106	441	1,623	-15,166
영업이익	18	-16	-7	-29	-34	-11	-31	-33	86	-34	-109
영업이익률	4.3%	-4.3%	-1.5%	-8.0%	0.2%	-4.7%	-10.2%	-30.9%	19.5%	-2.1%	0.7%

자료: iM증권 리서치본부

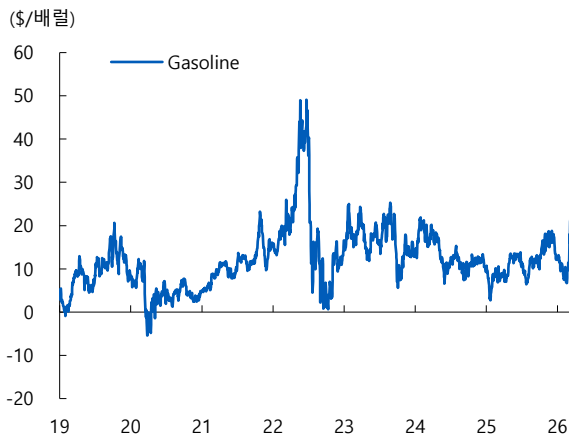
주: 1Q26부터 부문별 실적 변경되어 SKIP 실적은 정유/화학 구분하지 않고 모두 정유로 포함. 그 외 기타 부문에 1Q26만 연결조정 반영되어 있음 (자세한 사항은 그림1 참고)

그림4. 복합정제마진 추이



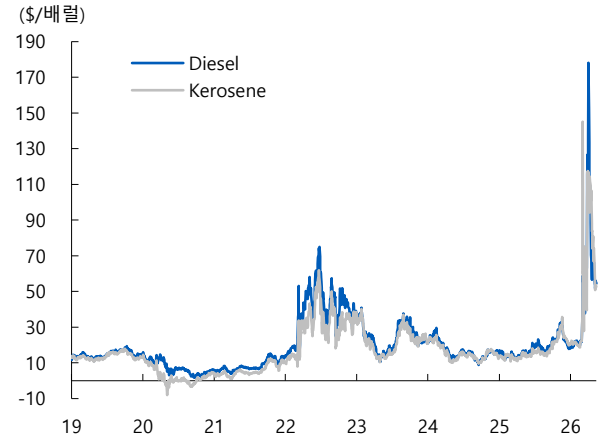
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림5. 휘발유 마진 추이



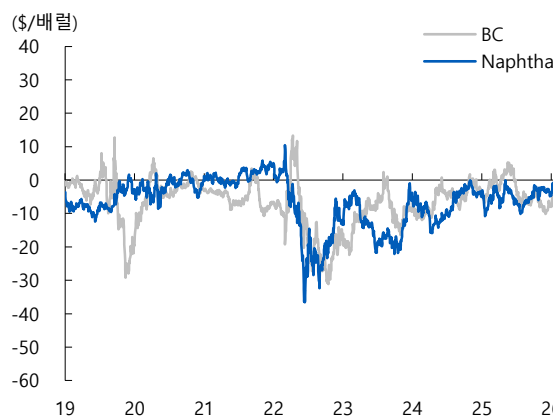
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림6. 등/경유 마진 추이



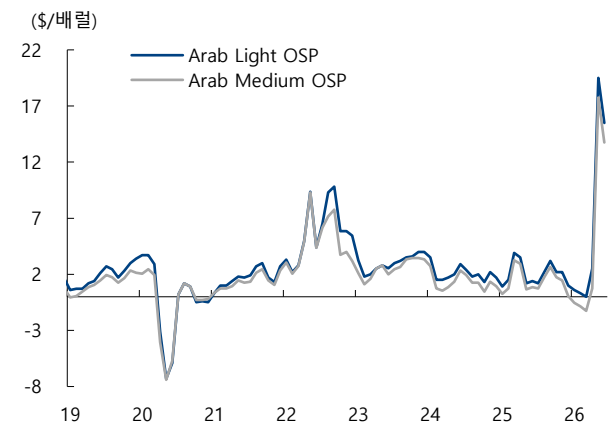
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림7. 납사/BC 마진 추이



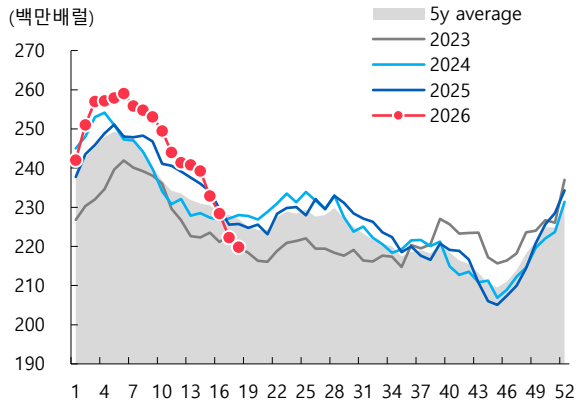
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림8. 사우디 Aramco OSP 추이



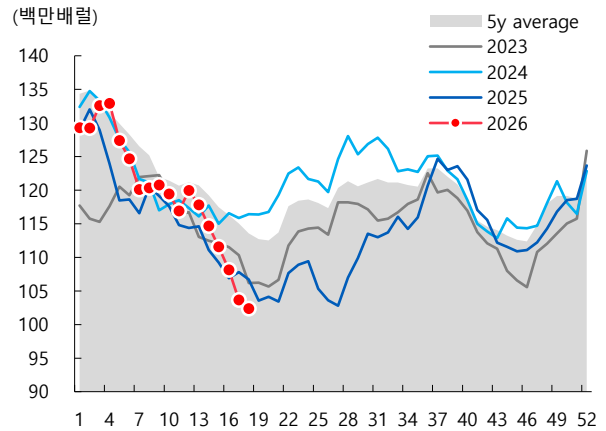
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 미국 휘발유 재고 추이



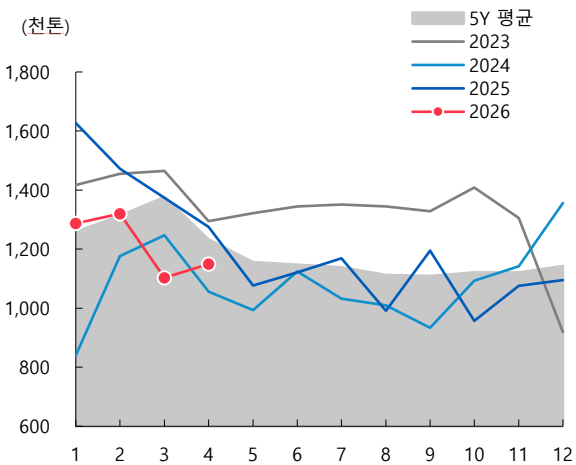
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림10. 미국 중간유분 재고 추이



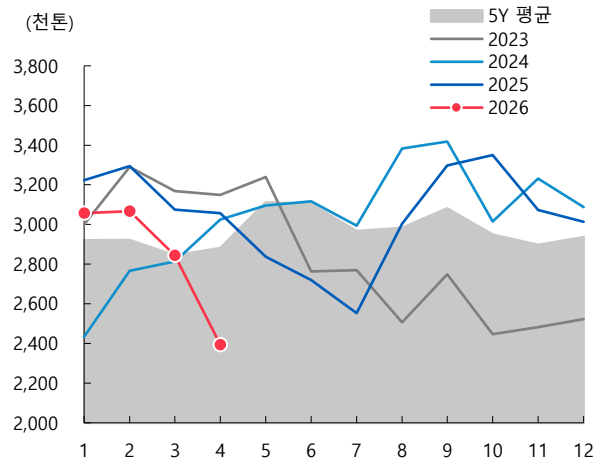
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림11. 유럽 휘발유 재고 추이



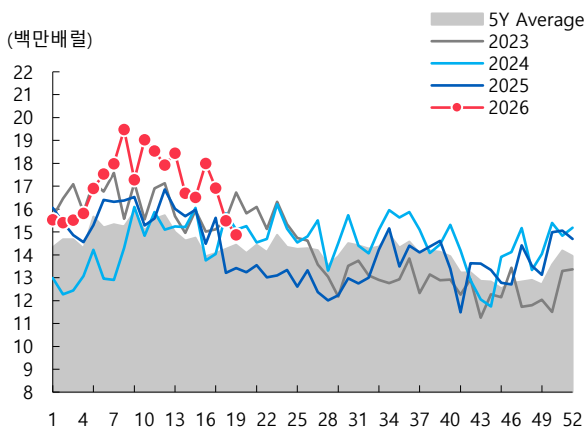
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 유럽 중간유분 재고 추이



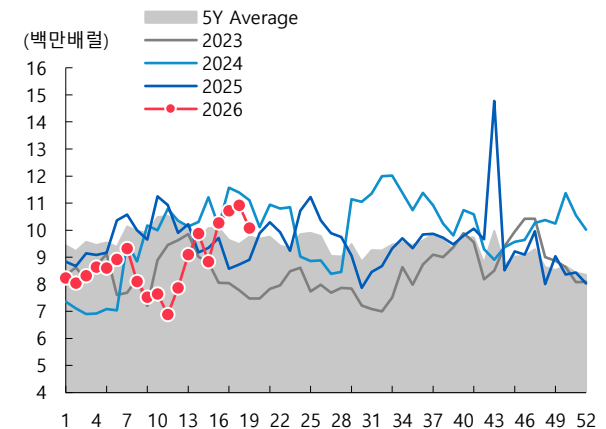
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 싱가포르 경질유분 재고 추이



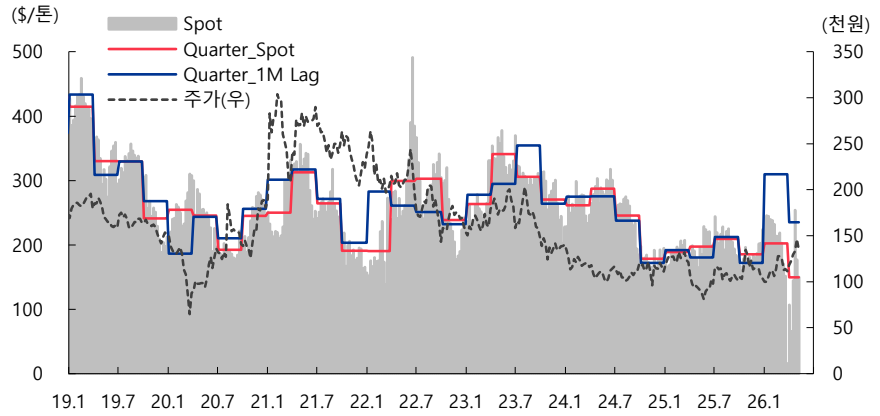
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. 싱가포르 중간유분 재고 추이



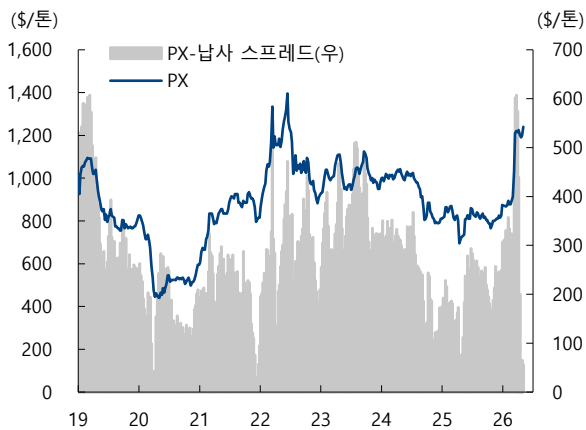
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. SK이노베이션 화학부문 가중평균 스프레드 추이



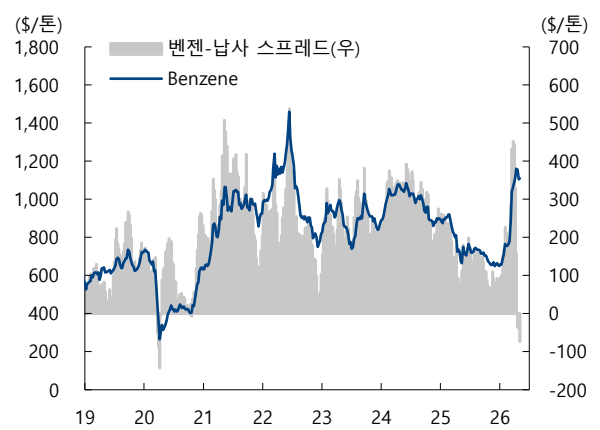
자료: iM증권 리서치본부

그림16. PX 가격 및 스프레드 추이



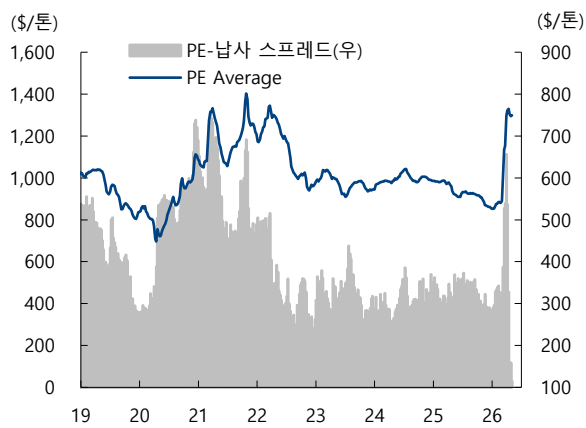
자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

그림17. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



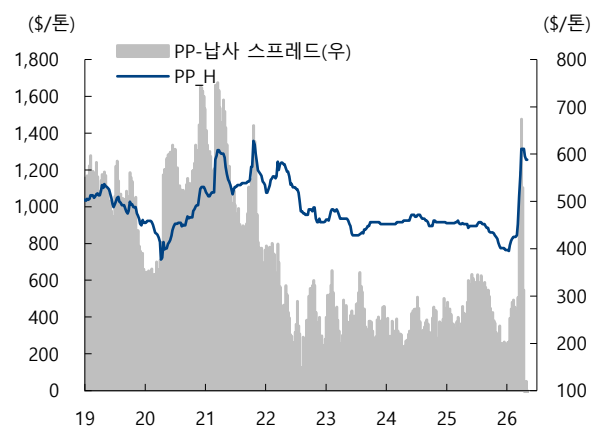
자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

그림18. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

그림19. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	42,795	47,651	45,366	42,889
현금 및 현금성자산	16,092	13,695	13,434	12,613
단기금융자산	294	274	282	291
매출채권	8,087	10,937	9,923	9,068
재고자산	9,559	13,712	12,416	11,323
비유동자산	62,813	61,009	60,315	61,541
유형자산	47,195	47,244	47,840	49,571
무형자산	2,339	2,026	1,756	1,525
자산총계	105,608	108,660	105,680	104,430
유동부채	41,057	43,773	42,474	40,938
매입채무	9,140	11,645	10,544	9,616
단기차입금	7,202	7,702	6,902	6,102
유동성장기부채	9,372	8,844	9,200	9,139
비유동부채	28,160	27,380	25,846	25,295
사채	5,806	5,806	5,006	5,006
장기차입금	16,959	16,759	15,659	15,159
부채총계	69,217	71,153	68,320	66,233
지배주주지분	21,792	22,318	21,919	22,126
자본금	876	876	876	876
자본잉여금	13,245	13,245	13,245	13,245
이익잉여금	4,304	4,916	4,986	5,662
기타자본항목	2,670	2,585	2,116	1,647
비지배주주지분	14,599	15,189	15,441	16,071
자본총계	36,391	37,507	37,360	38,197

현금흐름표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	2,283	3,732	9,602	9,863
당기순이익	-5,436	1,534	655	1,639
유형자산감가상각비	2,865	2,901	2,685	2,569
무형자산상각비	370	314	269	231
지분법관련손실(이익)	-246	-27	-164	-145
투자활동 현금흐름	-4,285	-3,597	-3,737	-5,233
유형자산의 처분(취득)	-4,802	-2,950	-3,280	-4,300
무형자산의 처분(취득)	-224	-	-	-
금융상품의 증감	1,715	280	497	21
재무활동 현금흐름	2,346	400	-2,050	-1,067
단기금융부채의증감	-4,560	-28	-444	-861
장기금융부채의증감	4,960	-200	-1,900	-500
자본의증감	2,000	-	-	-
배당금지급	-231	-231	-231	-231
현금및현금성자산의증감	226	-2,397	-261	-821
기초현금및현금성자산	15,865	16,092	13,695	13,434
기말현금및현금성자산	16,092	13,695	13,434	12,613

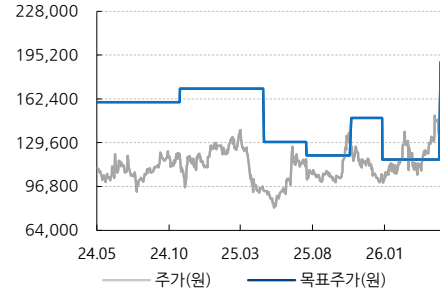
자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	80,296	102,300	92,631	84,473
증가율(%)	8.1	27.4	-9.5	-8.8
매출원가	75,996	93,278	85,751	76,603
매출총이익	4,300	9,022	6,880	7,870
판매비와관리비	4,570	5,157	4,725	4,414
연구개발비	368	-	-	-
기타영업수익	719	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	449	3,865	2,155	3,457
증가율(%)	26.1	761.4	-44.2	60.4
영업이익률(%)	0.6	3.8	2.3	4.1
이자수익	411	350	344	323
이자비용	1,530	1,522	1,435	1,384
지분법이익(손실)	-246	-27	-164	-145
기타영업외손익	-4,479	93	320	207
세전계속사업이익	-5,869	1,980	846	2,115
법인세비용	-955	445	190	476
세전계속이익률(%)	-7.3	1.9	0.9	2.5
당기순이익	-5,436	1,534	655	1,639
순이익률(%)	-6.8	1.5	0.7	1.9
지배주주귀속 순이익	-3,348	945	404	1,010
기타포괄이익	-501	-58	-58	-58
총포괄이익	-5,938	1,476	597	1,581
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표				
	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	-21,056	5,549	2,370	5,928
BPS	127,962	131,052	128,709	129,924
CFPS	-707	24,422	19,717	22,370
DPS	-	2,000	2,000	2,000
Valuation(배)				
PER		23.4	54.7	21.9
PBR	0.8	1.0	1.0	1.0
PCR	-143.1	5.3	6.6	5.8
EV/EBITDA	10.9	6.6	8.8	7.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-14.4	4.3	1.8	4.6
EBITDA이익률	4.6	6.9	5.5	7.4
부채비율	190.2	189.7	182.9	173.4
순부채비율	63.1	67.0	61.7	58.9
매출채권회전율(x)	9.5	10.8	8.9	8.9
재고자산회전율(x)	8.1	8.8	7.1	7.1

SK이노베이션 투자이건 및 목표주가 변동추이

일자	투자이건	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 기관투자자 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-