

SK이노베이션 (096770)

정유/유탄유 호조에 E&S 이익 체력도 레벨업

목표주가 19만원, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 19만원, 투자의견 매수를 유지한다. 최근 미국-이란 갈등이 재차 고조되고 있음에도 지난 5개월 동안 반복됐던 갈등/협상의 경험으로 유가는 70달러대 박스권이 예상된다. 정제품은 글로벌 재고 타이트에 러시아 공급까지 줄고 있는 만큼 디젤 중심으로 정제마진 강세 지속되는 한편, 하반기에 OSP 하락 효과도 본격적으로 반영되는 등 전반적으로 정유 부문의 우호적인 여건이 기대된다.

국내 정유사들과 동일하게 정유/유탄유 부문에서 이익 호조가 나타나는 동시에, 동사는 E&S 부문에서도 하반기 SMP 상승과 함께 CB 가스전 물량 투입으로 인한 추가적인 이익 레벨업도 기대해볼 수 있다는 점에서 긍정적이다.

2Q26 Preview: 1.85조원(-14%QoQ)으로 컨센서스 +32% 상회 전망

2분기 연결 영업이익은 1.85조원(-14%QoQ)으로 컨센서스 1.4조원을 +32% 상회할 전망이다. SK에너지+지오센트릭+인천석유화학(정유/화학) 합산 영업이익은 1.35조원(-35%QoQ)으로 예상된다. 당초 미국-이란 종전 합의에 따른 유가 하락으로 2분기 대규모 재고손실을 예상했으나, 4~5월 높았던 유가가 회계적으로 더 많이 반영되면서 우려와 달리 재고손실은 제한적이었던 것으로 파악된다. 또한 4월부터 석유 최고가격 200원 가량 인상됐고, 유가는 6월부터 하락했던 만큼 내수판매 적자도 예상보다는 크게 줄었을 것으로 추정된다. 석유화학은 PE/PP/PX 등 주요 제품 스프레드 축소 및 지난 분기의 재고손익 소멸로 이익 감소는 불가피했을 전망이다.

이번 분기 실적이 가장 기대되는 사업부는 유탄유인데, 기유 판가 상승과 UCO 래깅 반영으로 영업이익은 5,382억원(+185%QoQ)에 달하며 매출과 영업이익 모두 역대 최고치를 경신할 것으로 예상된다. 2분기 국내 기유 수출가격은 톤당 \$1,620로 1분기 평균 \$887 대비 +83% 상승했다. 기유 상승 폭이 두드러지는 것은 Group-3 주요 수출국인 카타르의 공급차질 뿐만 아니라, 최근 디젤 강세가 지속됨에 따라 LBO 대신 디젤 생산을 늘려 기유 공급이 추가로 타이트해진 영향이다.

E&S는 발전소 정기보수로 전력 판매량 감소하며 영업이익은 1,600억원(-43%QoQ)에 그치겠다. SK-On은 유럽 부진에도 한국/미국이 이를 상쇄시키며 영업적자는 -2,820억 수준으로 소폭 축소를 예상한다. 다만, 5월 말 BOSK 합작법인 청산 완료된 만큼 관련 정산수익 반영 및 그 규모에 따라 2분기 SK-On 손익 규모는 크게 달라질 수 있다.

하반기 정유/유탄유 호조에 E&S 이익 체력도 레벨업 전망

유가와 정제마진 강세, 기유 스프레드 확대 등으로 동사는 상반기에만 4조원에 달하는 영업이익을 기록할 전망이다. 하반기는 유가 안정화로 재고이익 소멸되고, 오버슈팅된 정제마진도 레벨다운되며 상반기 대비 이익 감소는 불가피하다. 그러나 약 4개월 간의 해협 봉쇄로 미국/유럽 디젤 재고는 평년 수준을 크게 하회하고 있고, 유럽은 LNG 비축율도 50% 불과해 동절기 전까지 재고를 비축해야만 하는 상황이다. 이런 와중에 디젤 No. 2 수출국 러시아는 7월 디젤 수출을 금지했고, 추가 연장될 가능성도 배제할 수 없다. 공급 타이트 속에 재고 비축 수요로 연말까지 디젤 강세는 지속될 전망이다.

하반기는 정유/유탄유 호조에 이어, E&S도 SMP 상승과 CB 가스전 물량 도입에 따른 이익 체력의 레벨업을 기대해볼 수 있다. SK-On도 3분기부터 플랫아이언 ESS 출하가 시작되는데, 당장의 이익 가시화 규모는 제한적이나 향후 북미 ESS 수주 기회가 될 수 있고 궁극적으로 EV 부진을 상쇄하는 동력원이 확보된다는 점에서 주목할 만하다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	190,000원(유지)
증가(2026.07.13)	110,200원
상승여력	72.4 %

Stock Indicator	
자본금	876십억원
발행주식수	16,905만주
시가총액	18,630십억원
외국인지분율	14.5%
52주 주가	89,500~149,800원
60일평균거래량	620,149주
60일평균거래대금	78.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.9	-9.3	4.5	-5.1
상대수익률	20.1	-26.5	-40.6	-119.4

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	80,296	105,604	92,179	83,826
영업이익(십억원)	449	5,528	2,807	3,876
순이익(십억원)	-3,348	1,777	775	1,285
EPS(원)	-21,056	10,433	4,550	7,546
BPS(원)	127,962	152,665	156,714	163,760
PER(배)		10.6	24.2	14.6
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	-144	7.4	2.9	4.7
배당수익률(%)		1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA(배)	10.9	4.6	6.4	5.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

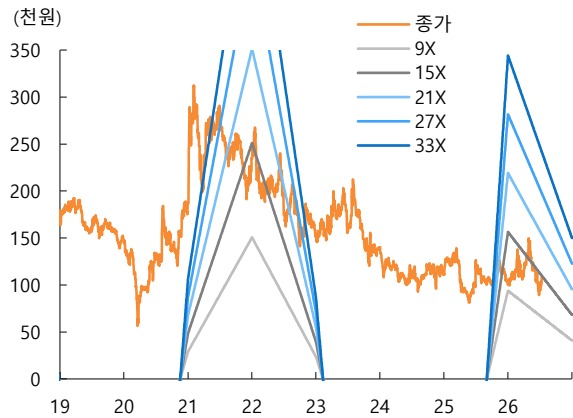
표1. SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
Total											
매출액	21,147	19,307	20,533	19,671	24,212	29,077	26,292	26,023	74,270	80,658	105,604
영업이익	-45	-418	573	295	2,162	1,831	674	860	356	406	5,528
영업이익률	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.5%	8.9%	6.3%	2.6%	3.3%	0.5%	0.5%	5.2%
SKE+GC+SKIP											
매출액	14,395	13,387	14,743	13,833	33,316	22,224	19,234	18,830	60,192	56,358	93,605
영업이익	-78	-585	280	466	2,073	1,350	278	502	586	83	4,204
영업이익률	-0.5%	-4.4%	1.9%	3.4%	6.2%	6.1%	1.4%	2.7%	1.0%	0.1%	4.5%
Lubricant											
매출액	972	894	981	990	1,222	1,594	1,323	1,021	4,235	3,836	5,161
영업이익	121	135	171	181	189	538	275	221	687	608	1,223
영업이익률	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	15.4%	33.8%	20.8%	21.6%	16.2%	15.8%	23.7%
SK-On											
매출액	1,605	2,108	1,808	1,457	1,791	2,138	2,313	2,589	6,267	6,978	8,831
영업이익	-299	-66	-125	-441	-349	-282	-138	-125	-1,127	-932	-894
영업이익률	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-30.3%	-19.5%	-13.2%	-6.0%	-4.8%	-18.0%	-13.4%	-10.1%
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	92.4	162.4	185.6	293	726	519
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	160	275	279	123	681	997
영업이익률	5.1%	4.5%	10.1%	3.9%	7.7%	5.8%	8.9%	8.1%	3.9%	5.7%	7.7%
Others											
매출액	422	373	474	354	-15,814	342	331	131	441	1,623	-15,009
영업이익	18	-16	-7	-29	-34	65	-16	-17	86	-34	-2
영업이익률	4.3%	-4.3%	-1.5%	-8.0%	0.2%	18.9%	-4.9%	-12.9%	19.5%	-2.1%	0.0%

자료: iM증권 리서치본부

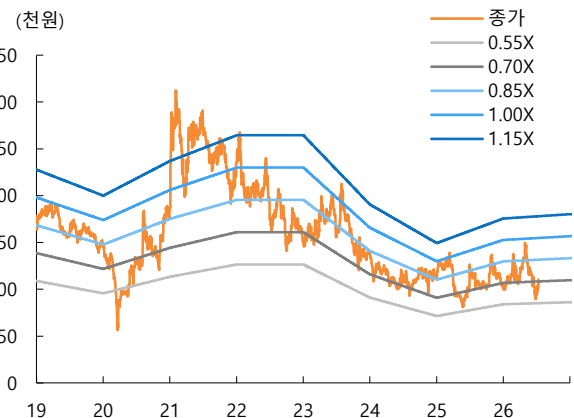
주: 1Q26부터 부문별 실적 기준 변경. Others에는 E&P, SKIET, Staff 관련 비용 등 기타 부문까지 모두 포함

그림1. SK 이노베이션 12M Forward PER 추이



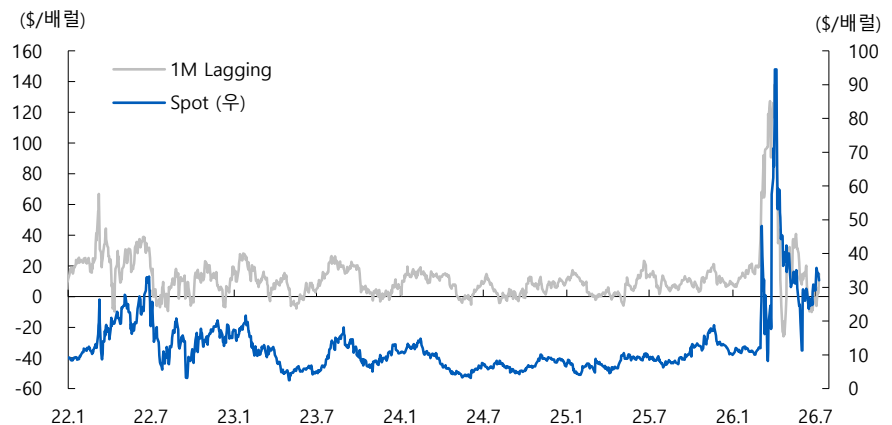
자료: iM증권 리서치본부

그림2. SK 이노베이션 12M Forward PBR 추이



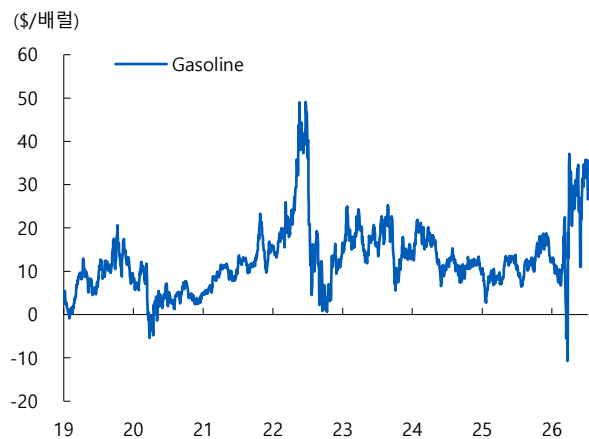
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 복합정제마진 추이



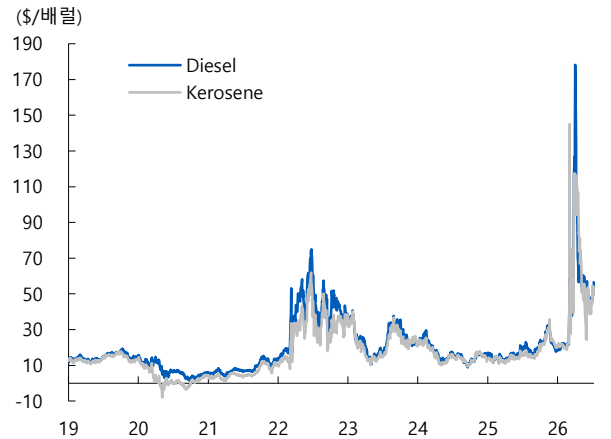
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림4. 휘발유 마진 추이



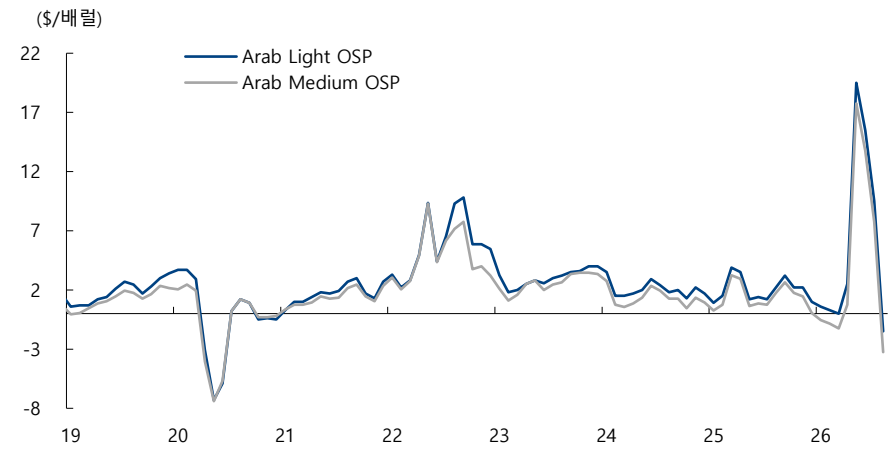
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림5. 등/경유 마진 추이



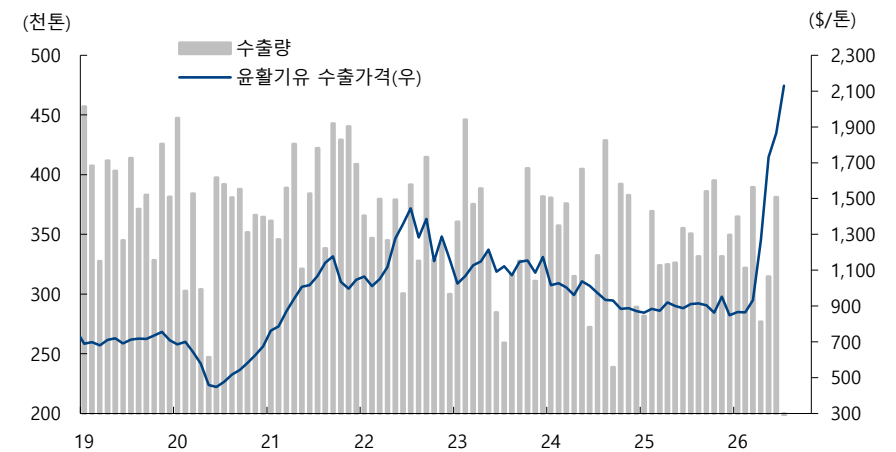
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림6. 사우디 Aramco OSP 추이



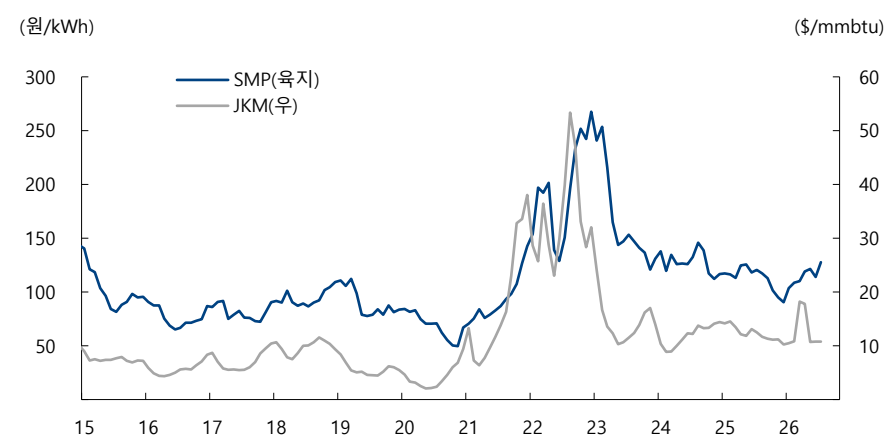
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 윤활기유 수출량 및 가격 추이



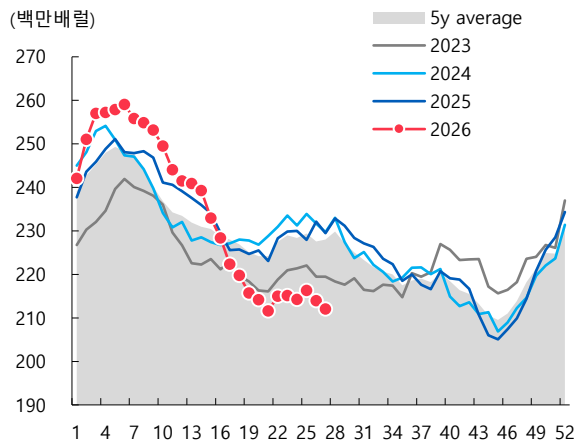
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림8. SMP 및 JKM 가격 추이



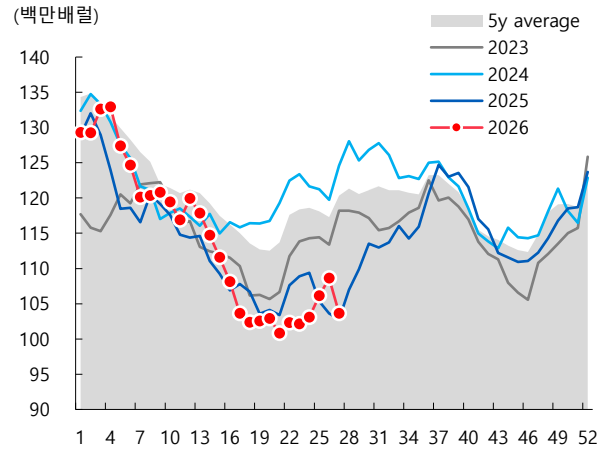
자료: KRX, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 미국 휘발유 재고 추이



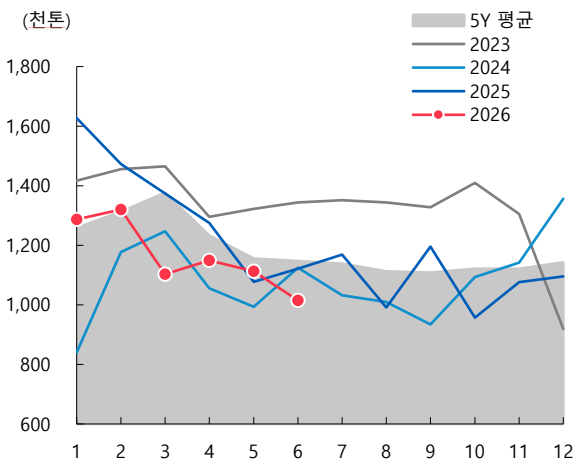
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림10. 미국 중간유분 재고 추이



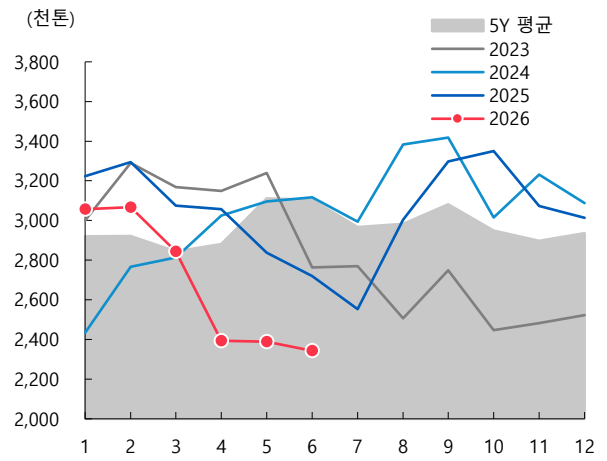
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림11. 유럽 휘발유 재고 추이



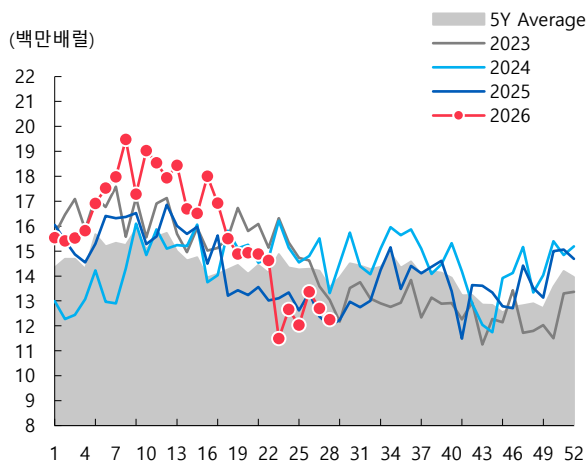
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 유럽 중간유분 재고 추이



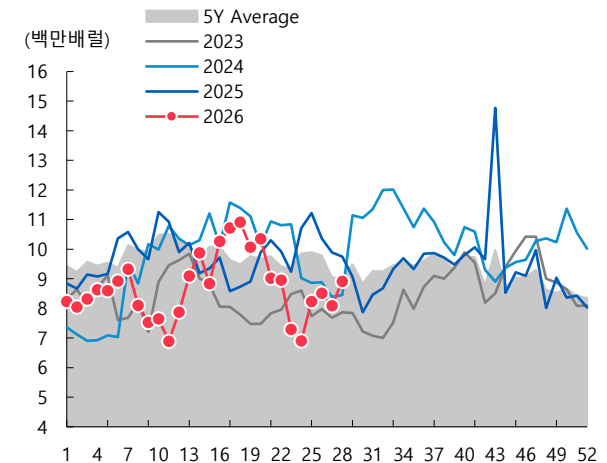
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 싱가포르 경질유분 재고 추이



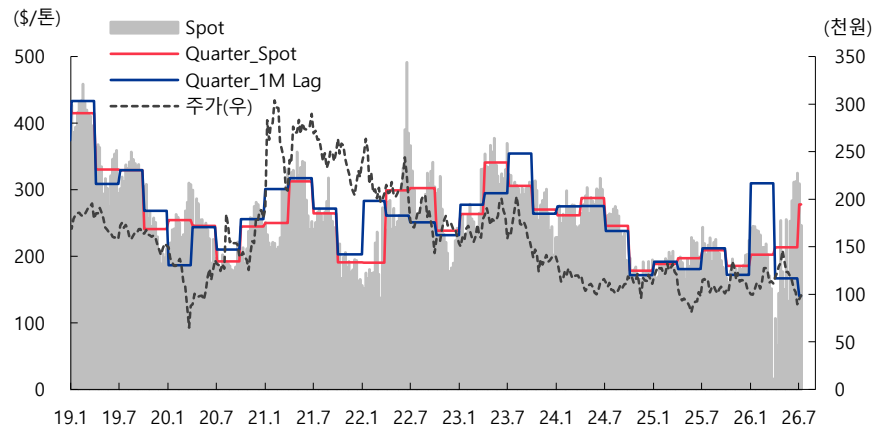
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. 싱가포르 중간유분 재고 추이



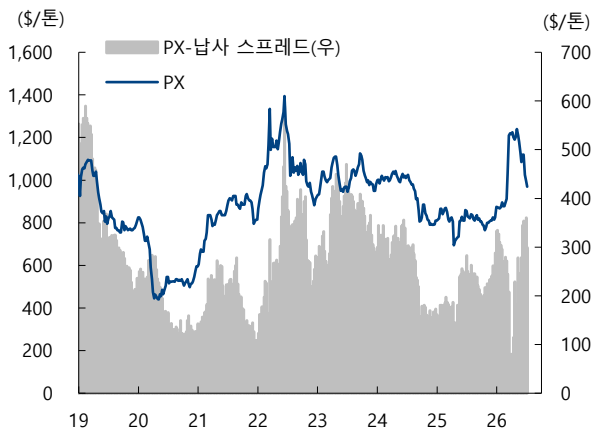
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. SK이노베이션 화학부문 가중평균 스프레드 추이



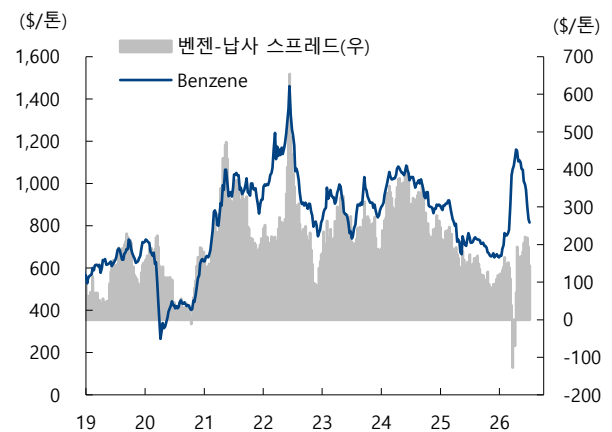
자료: iM증권 리서치본부

그림16. PX 가격 및 스프레드 추이



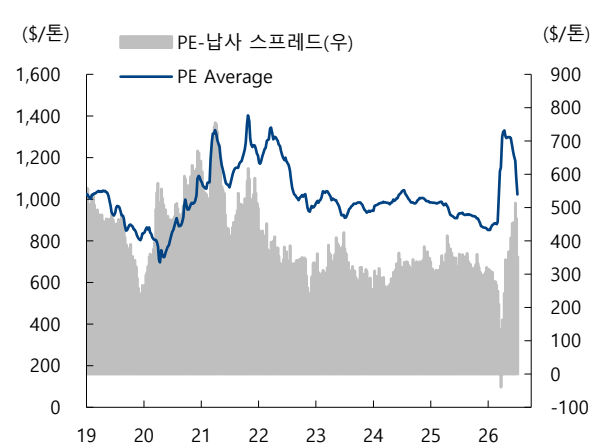
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림17. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



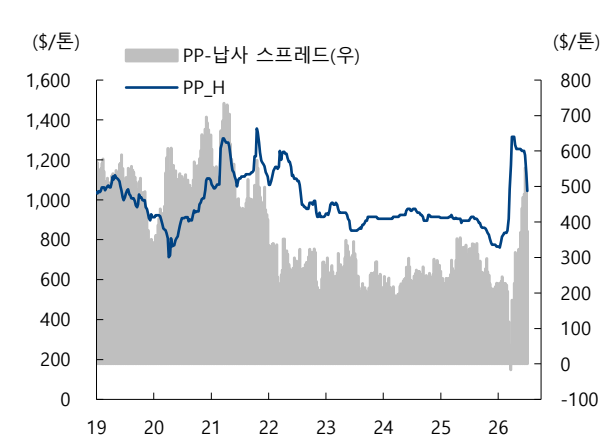
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림18. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림19. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

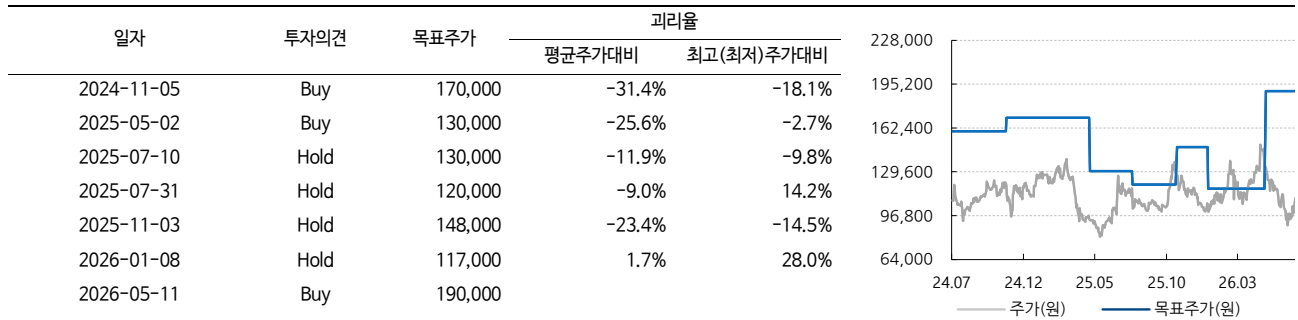
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	42,795	52,788	51,324	49,946	매출액	80,296	105,604	92,179	83,826
현금 및 현금성자산	16,092	16,884	18,490	18,905	증가율(%)	8.1	31.5	-12.7	-9.1
단기금융자산	294	274	282	291	매출원가	75,996	94,752	84,670	75,570
매출채권	8,087	11,357	9,939	9,058	매출총이익	4,300	10,852	7,509	8,256
재고자산	9,559	15,240	13,302	12,097	판매비와관리비	4,570	5,324	4,702	4,380
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	113,797	111,638	111,486	영업이익	449	5,528	2,807	3,876
유동부채	41,057	44,710	42,912	41,309	증가율(%)	26.1	1,132.0	-49.2	38.1
매입채무	9,140	12,582	10,982	9,987	영업이익률(%)	0.6	5.2	3.0	4.6
단기차입금	7,202	7,702	6,902	6,102	이자수익	411	430	470	481
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	3,723	1,624	2,693
부채총계	69,217	72,090	68,758	66,605	법인세비용	-955	838	365	606
지배주주지분	21,792	25,999	26,689	27,888	세전계속이익률(%)	-7.3	3.5	1.8	3.2
자본금	876	876	876	876	당기순이익	-5,436	2,885	1,258	2,087
자본잉여금	13,245	15,376	15,376	15,376	순이익률(%)	-6.8	2.7	1.4	2.5
이익잉여금	4,304	5,748	6,189	7,141	지배주주귀속 순이익	-3,348	1,777	775	1,285
기타자본항목	2,670	3,302	3,551	3,799	기타포괄이익	-501	317	317	317
비지배주주지분	14,599	15,708	16,191	16,993	총포괄이익	-5,938	3,202	1,575	2,404
자본총계	36,391	41,707	42,880	44,881	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	2,283	4,072	10,750	10,382	주당지표 (원)				
당기순이익	-5,436	2,885	1,258	2,087	EPS	-21,056	10,433	4,550	7,546
유형자산감가상각비	2,865	2,901	2,685	2,569	BPS	127,962	152,665	156,714	163,760
무형자산상각비	370	314	269	231	CFPS	-707	29,306	21,898	23,988
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		10.6	24.2	14.6
무형자산의 처분(취득)	-224	-	-	-	PBR	0.8	0.7	0.7	0.7
금융상품의 증감	1,715	280	497	21	PCR	-143.1	3.8	5.0	4.6
재무활동 현금흐름	2,346	2,532	-2,050	-1,067	EV/EBITDA	10.9	4.6	6.4	5.2
단기금융부채의증감	-4,560	-28	-444	-861	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	4,960	-200	-1,900	-500	ROE	-14.4	7.4	2.9	4.7
자본의증감	2,000	2,132	-	-	EBITDA이익률	4.6	8.3	6.2	8.0
배당금지급	-231	-231	-231	-231	부채비율	190.2	172.8	160.4	148.4
현금및현금성자산의증감	226	793	1,605	415	순부채비율	63.1	52.6	42.0	36.1
기초현금및현금성자산	15,865	16,092	16,884	18,490	매출채권회전율(x)	9.5	10.9	8.7	8.8
기말현금및현금성자산	16,092	16,884	18,490	18,905	재고자산회전율(x)	8.1	8.5	6.5	6.6

자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

SK이노베이션 투자이견 및 목표주가 변동추이



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.

[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 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-