

SK이노베이션 (096770)

두 번의 전쟁으로 완전히 꼬여 버린 에너지 수급

목표주가 19만원, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 19만원, 투자의견 매수를 유지한다. 러-우 전쟁에 이어 미-이란 전쟁도 장기화 조짐이 짙어짐에 따라 정제품 수급은 더욱 타이트해질 것으로 전망한다. 7월 MOU 파기로 에너지 시장 불안이 고조되자 중국은 정제품 수출을 재차 제한했고, 러시아도 연말까지 휘발유 수출 중단을 연장하는 등 공급차질이 현실화되고 있다. 이런 와중에 재고를 비축하기 위한 수요 확대로 정제마진 강세는 장기화가 예상된다.

한편, 최근 후티의 홍해 통행 위협이 격화되고 있다. 홍해는 호르무즈 봉쇄 후 사우디 수출의 70~80% 차지하는 요충로였던 만큼 홍해 봉쇄가 현실화되면 원유 공급 차질과 유가 추가 급등이 불가피하다. 그러나 동사는 미국산 도입을 20~30%로 대폭 늘렸고, 쿠웨이트/이라크/UAE 등 사우디 외의 산유국들로도 도입처를 다변화한 만큼 직접적인 타격은 제한적이다. 또한 하반기엔 SMP 상승으로 인한 E&S 이익 증가세도 두드러질 수 있다는 점에서 국내 정유업종 내에서 상대적인 매력도가 가장 높다는 판단이다.

2Q26 Review: 3.49조원(+61%QoQ) vs 컨센서스 1.55조원

2분기 영업이익 3.49조원(+61%QoQ)으로 컨센서스 1.55조원을 매우 큰 폭 상회했다. 정제마진 강세로 에너지 부문 호실적이 지속된 한편, 윤활유 이익도 크게 성장했으며 SK-On도 세금환급 및 미판매보상금, JV 청산 관련 등의 대규모 일회성 이익이 반영된 영향이 컸다. 또한 전 사업부문에 걸쳐 발생한 총 1.2조원의 재고평가이익도 금번 분기 동사 실적 서프라이즈를 견인한 주요 요인으로 작용했다.

①에너지+지오센트릭+인천석유(정유/화학) 합산 기준 영업이익은 1.52조원(-27%QoQ) 달성했는데, 래깅마진 하락과 정기보수로 가동률도 일부 조정된 영향이다. ②윤활유는 기유 판가 상승(국내 수출 기준 +83%QoQ) 및 저가 UCO 래깅 반영에 따른 스프레드 개선으로 매출(2조원), 영업이익(6,919억원/+267%QoQ) 모두 역대 최고치 경신했다. ③E&S는 비수기와 발전소 정기보수로 1,059억원(-63%QoQ)에 그쳤으며, ④SK-On은 매출 2.9조원에 영업이익 8,218억원 흑자를 달성했으나, 온전히 일회성 이익이 반영된 영향이다. 다만, 이를 제외해도 5월 JV 청산 이후 고정비 감소로 적자규모는 축소됐다.

두 번의 전쟁으로 완전히 꼬여버린 에너지 수급

유가와 정제마진 강세, 윤활유 실적 호조로 상반기에만 영업이익 5.6조원을 달성했다. 하반기는 재고손실과 오버슈팅했던 정제마진의 레벨다운으로 상반기 대비 일부 감익은 불가피할 전망이다. 그러나 러-우 및 미-이란 전쟁으로 디젤 재고가 평년 수준을 크게 하회하는 와중에, 중국/러시아의 수출 제한으로 수급 타이트가 장기화되며 이익 체력은 확실히 레벨업될 수 있다는 판단이다. 특히 유럽은 LNG 재고도 55% 불과해 동절기 전까지 재고비축이 절실한 만큼 연내 정제마진 급락 가능성은 제한적으로 예상된다.

최근 정유사들의 정유/윤활유 호실적은 사실상 순환참조에 가깝다. 디젤 공급 타이트로 가격이 급등하자 기유 대신 디젤 생산량을 늘리고, 이로 인해 기유 생산이 줄자 기유도 강세인 구조이다. 작금의 호시황은 CDU 순증설 제한적인 상황에 산유국(러시아/중동) 전쟁 장기화로 완전히 꼬여 버린 에너지 수급에 근거하는 만큼 쉽게 해소되긴 어렵다. 글로벌 대외환경은 여러모로 불편하고 씁쓸하나, 이는 그만큼 이번의 정유업황 호조가 단기에 끝나긴 어려울 것이라는 점을 시사하기도 한다.

Company Brief

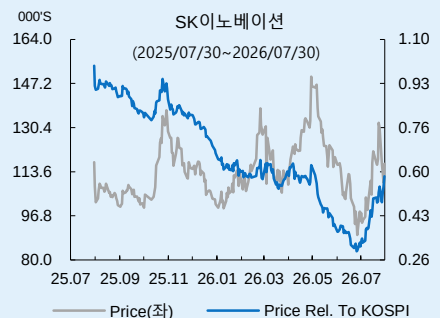
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	190,000원(유지)
증가(2026.07.30)	116,600원
상승여력	63.0 %

Stock Indicator	
자본금	876십억원
발행주식수	16,905만주
시가총액	19,712십억원
외국인지분율	14.7%
52주 주가	89,500~149,800원
60일평균거래량	634,052주
60일평균거래대금	78.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.9	-20.2	4.1	-0.5
상대수익률	56.9	-5.0	-3.0	-72.4

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	80,296	104,626	77,064	66,576
영업이익(십억원)	449	7,839	4,218	3,597
순이익(십억원)	-3,348	2,913	1,514	1,219
EPS(원)	-21,056	17,103	8,890	7,158
BPS(원)	127,962	159,336	167,724	174,381
PER(배)		6.8	13.1	16.3
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	-144	11.9	5.4	4.2
배당수익률(%)		1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA(배)	10.9	3.6	4.6	4.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@ifmfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@ifmfnsec.com

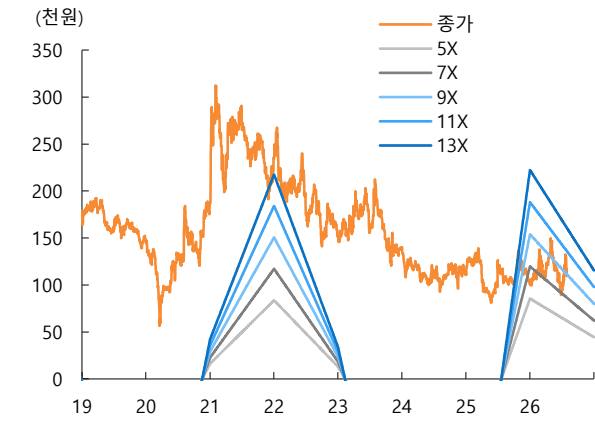
표1. SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
Total											
매출액	21,147	19,307	20,533	19,671	24,212	29,157	28,180	23,076	74,270	80,658	104,626
영업이익	-45	-418	573	295	2,162	3,487	1,422	768	356	406	7,839
영업이익률	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.5%	8.9%	12.0%	5.0%	3.3%	0.5%	0.5%	7.5%
SKE+GC+SKIP											
매출액	14,395	13,387	14,743	13,833	33,316	20,475	23,145	20,730	60,192	56,358	97,667
영업이익	-78	-585	280	466	2,073	1,517	772	353	586	83	4,715
영업이익률	-0.5%	-4.4%	1.9%	3.4%	6.2%	7.4%	3.3%	1.7%	1.0%	0.1%	4.8%
Lubricant											
매출액	972	894	981	990	1,222	1,983	1,612	1,380	4,235	3,836	6,197
영업이익	121	135	171	181	189	692	478	278	687	608	1,636
영업이익률	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	15.4%	34.9%	29.6%	20.2%	16.2%	15.8%	26.4%
SK-On											
매출액	1,605	2,108	1,808	1,457	1,870	2,946	1,966	1,706	6,267	6,978	8,488
영업이익	-299	-66	-125	-441	-349	822	-177	-219	-1,127	-932	77
영업이익률	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-30.3%	-18.7%	27.9%	-9.0%	-12.8%	-18.0%	-13.4%	0.9%
SKE&S											
매출액	3,752	2,545	2,528	3,038	3,696	2,596	3,090	3,452	3,135	11,863	12,834
영업이익	193	115	255	118	283	106	238	265	123	681	892
영업이익률	5.1%	4.5%	10.1%	3.9%	7.7%	4.1%	7.7%	7.7%	3.9%	5.7%	7.0%
Others											
매출액	422	373	474	354	-15,893	1,157	-1,633	-4,193	441	1,623	-20,561
영업이익	18	-16	-7	-29	-34	351	111	90	86	-34	518
영업이익률	4.3%	-4.3%	-1.5%	-8.0%	0.2%	30.3%	-6.8%	-2.1%	19.5%	-2.1%	-2.5%

자료: iM증권 리서치본부

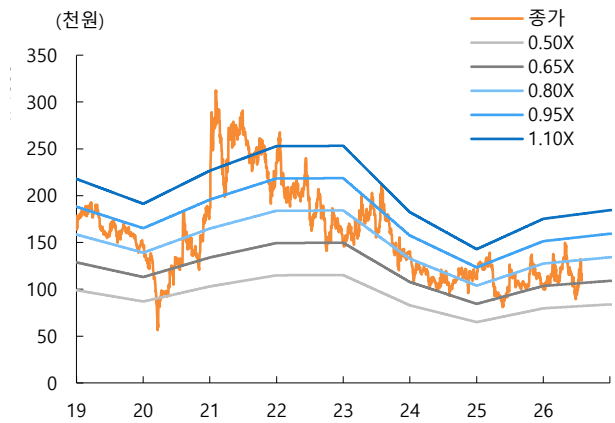
주: 1Q26부터 부문별 실적 기준 변경. Others에는 E&P, SKIET, Staff 관련 비용 등 기타 부문까지 모두 포함

그림1. SK 이노베이션 12M Forward PER 추이



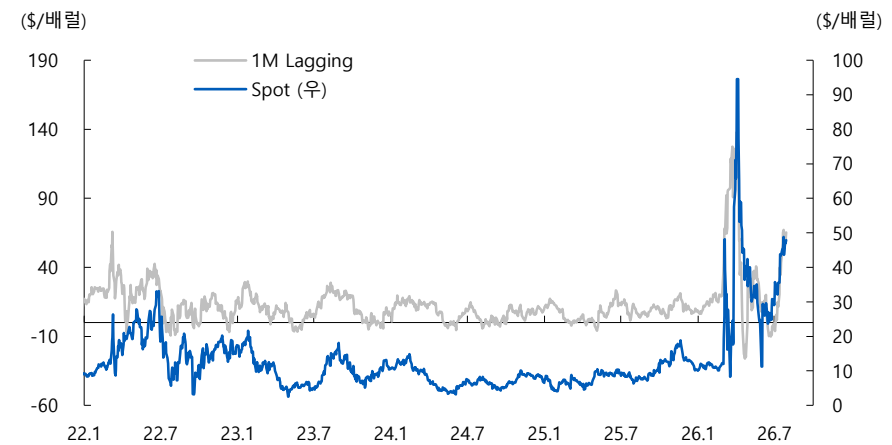
자료: iM증권 리서치본부

그림2. SK 이노베이션 12M Forward PBR 추이



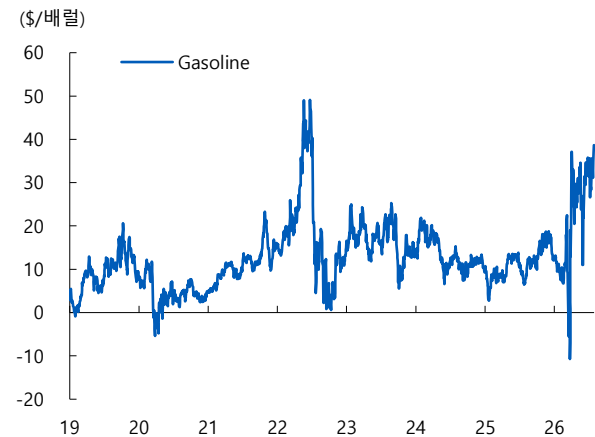
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 복합정제마진 추이



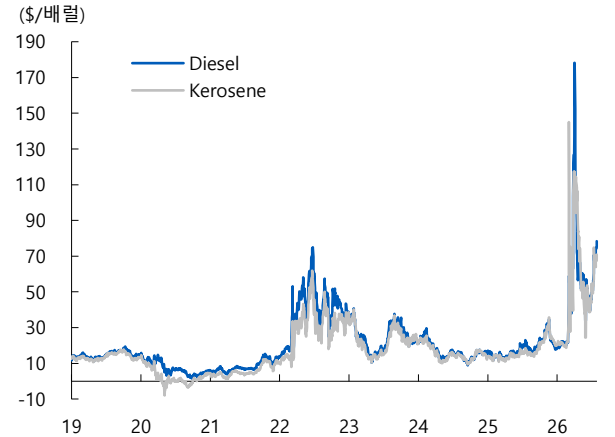
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림4. 휘발유 마진 추이



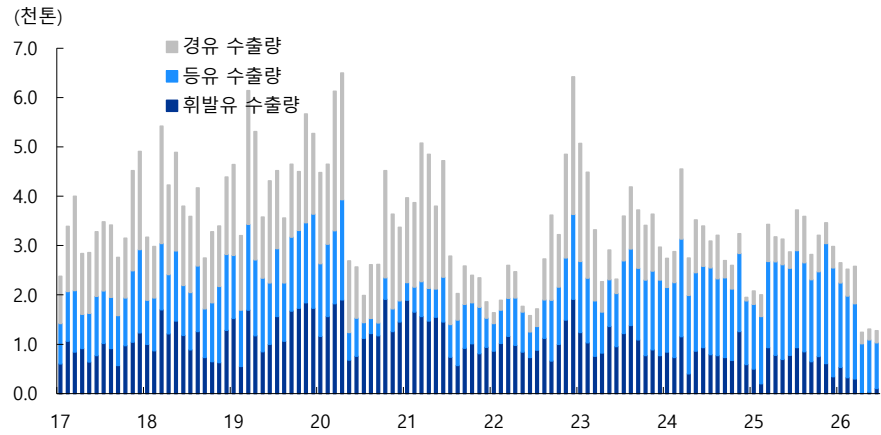
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림5. 등/경유 마진 추이



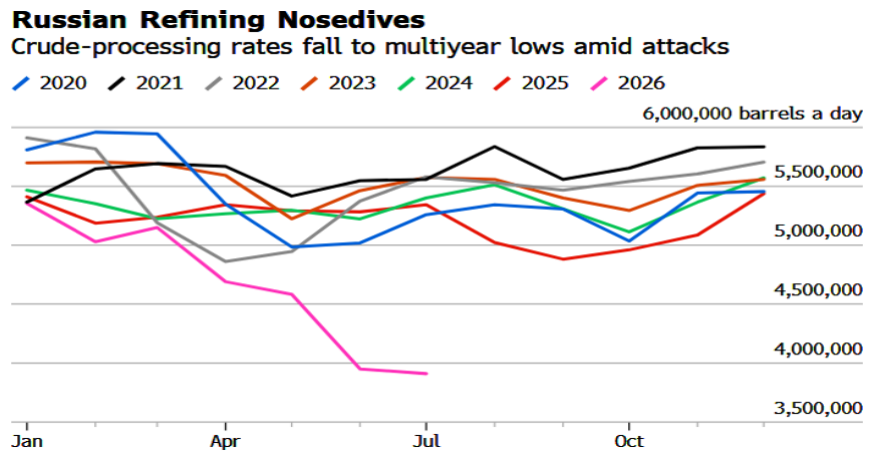
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림6. 중국 정제품 수출량 추이



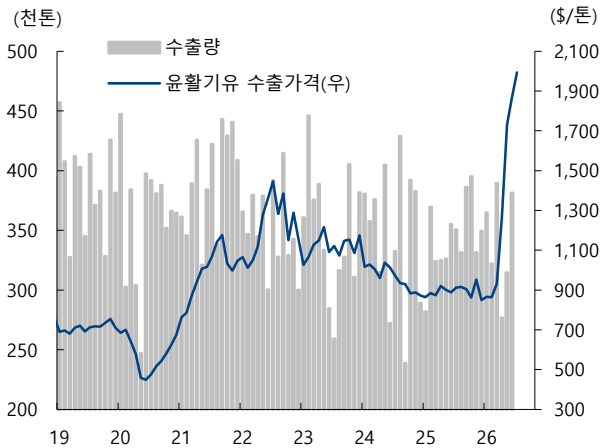
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 러시아 정제품 처리량 추이



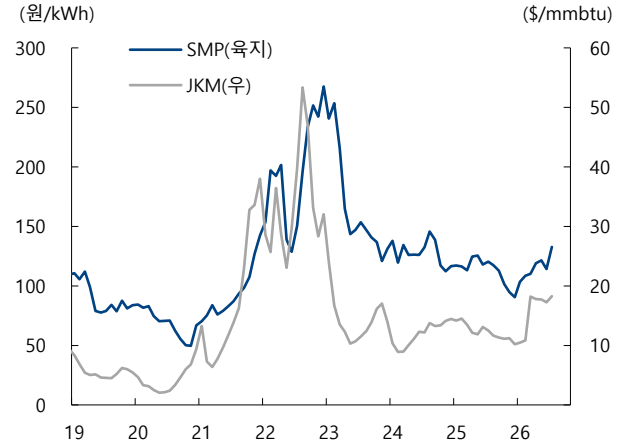
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 윤활기유 수출량 및 가격 추이



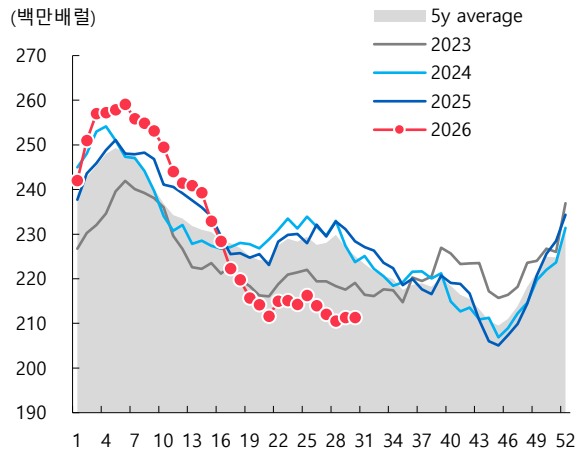
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림9. SMP 및 JKM 가격 추이



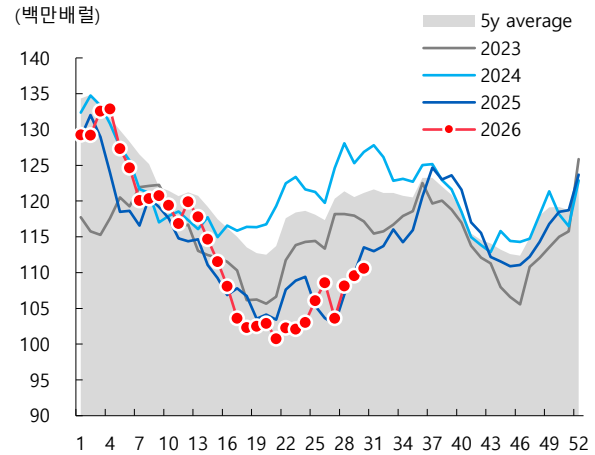
자료: KRX, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 미국 휘발유 재고 추이



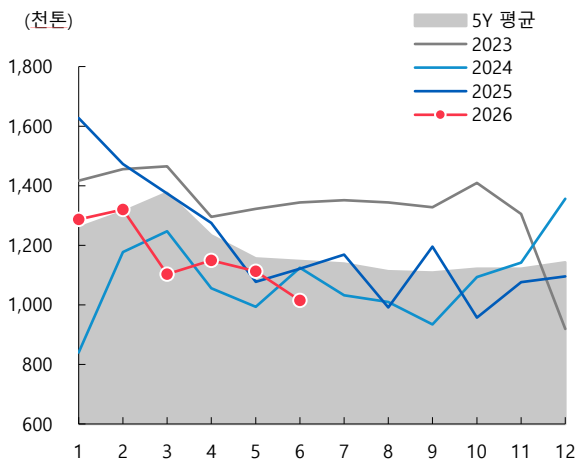
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림11. 미국 중간유분 재고 추이



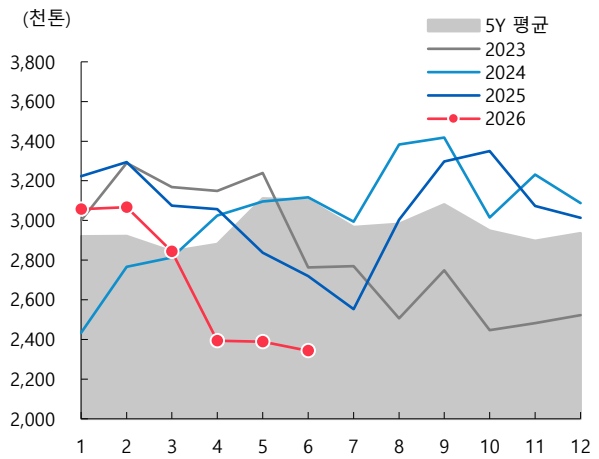
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림12. 유럽 휘발유 재고 추이



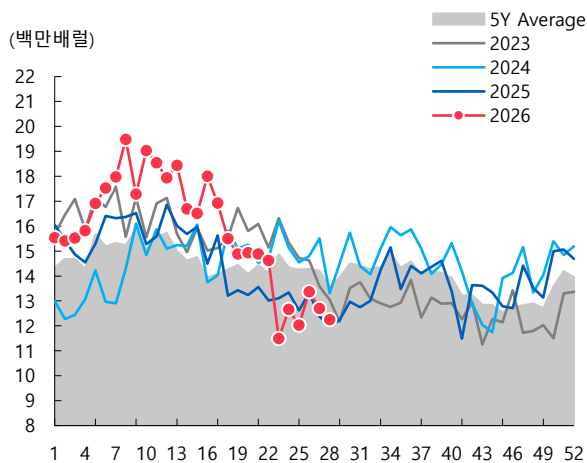
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 유럽 중간유분 재고 추이



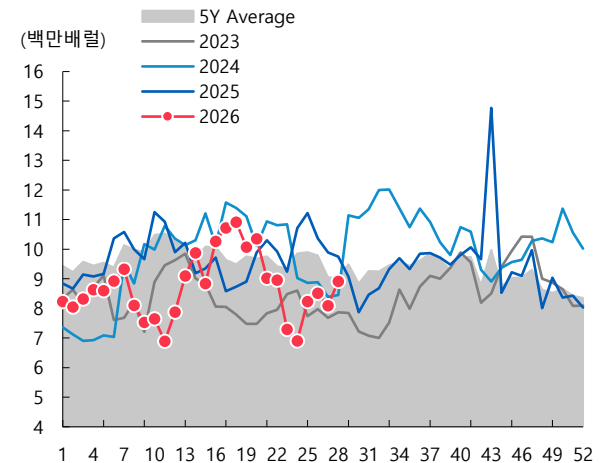
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. 싱가포르 경질유분 재고 추이



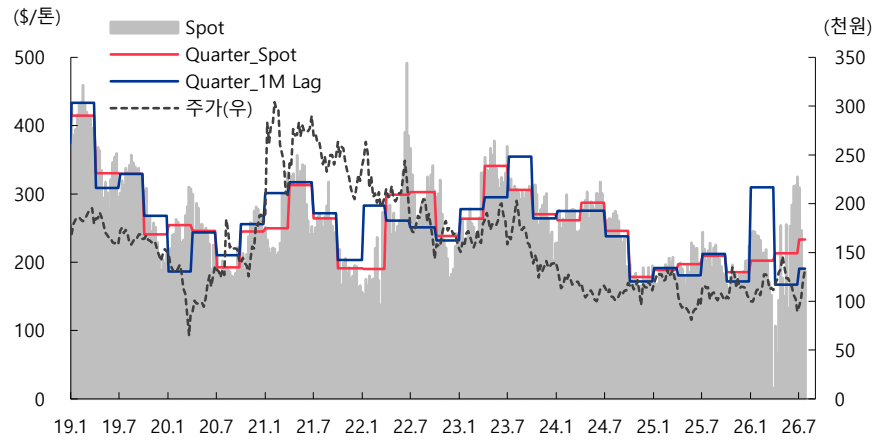
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. 싱가포르 중간유분 재고 추이



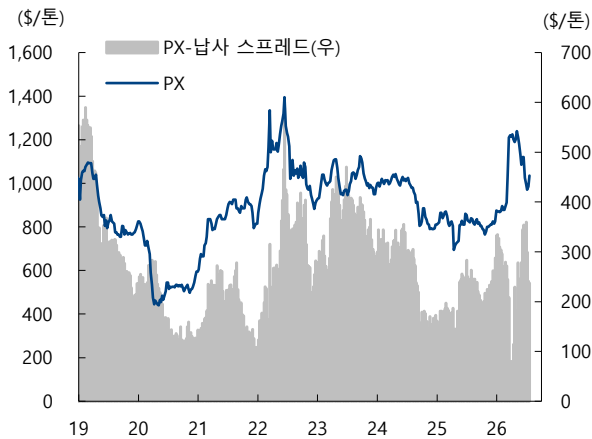
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림16. SK이노베이션 화학부문 가중평균 스프레드 추이



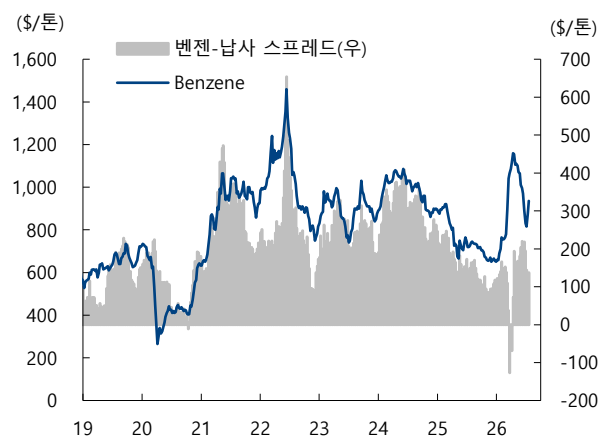
자료: iM증권 리서치본부

그림17. PX 가격 및 스프레드 추이



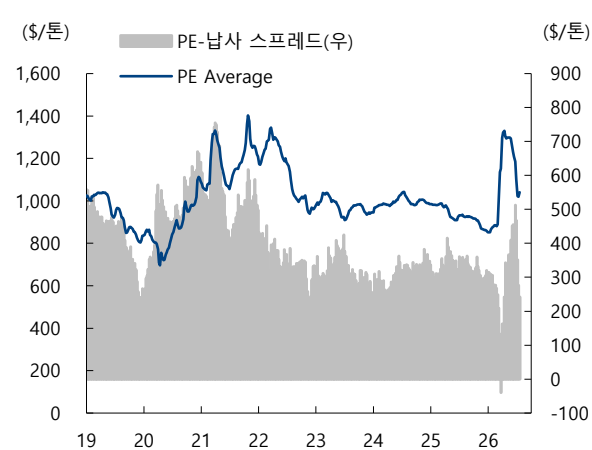
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림18. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



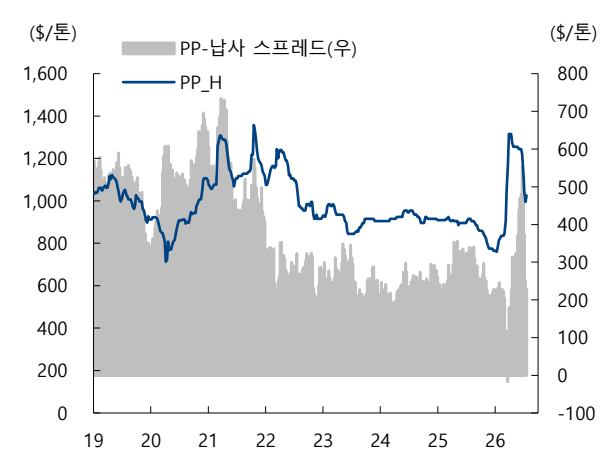
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림19. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림20. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

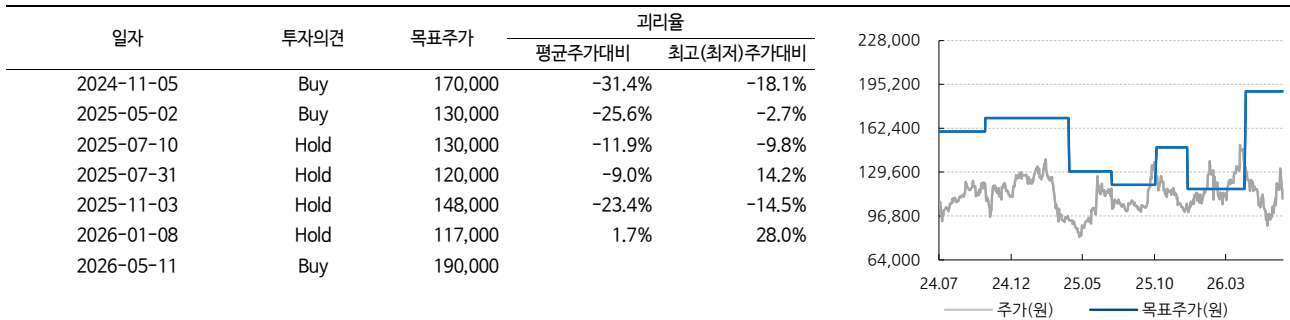
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	42,795	52,916	51,668	49,928	매출액	80,296	104,626	77,064	66,576
현금 및 현금성자산	16,092	17,257	22,610	23,197	증가율(%)	8.1	30.3	-26.3	-13.6
단기금융자산	294	274	282	291	매출원가	75,996	91,515	68,916	59,501
매출채권	8,087	11,253	8,344	7,237	매출총이익	4,300	13,111	8,149	7,075
재고자산	9,559	15,099	11,121	9,608	판매비와관리비	4,570	5,272	3,931	3,479
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	113,925	111,982	111,468	영업이익	449	7,839	4,218	3,597
유동부채	41,057	43,493	39,811	37,954	증가율(%)	26.1	1,647.2	-46.2	-14.7
매입채무	9,140	12,465	9,182	7,932	영업이익률(%)	0.6	7.5	5.5	5.4
단기차입금	7,202	6,602	5,602	4,802	이자수익	411	439	574	589
유동성장기부채	9,372	8,844	9,200	9,139	이자비용	1,530	1,462	1,401	1,351
비유동부채	28,160	26,880	26,246	25,695	지분법이익(손실)	-246	-27	-164	-145
사채	5,806	5,806	5,806	5,806	기타영업외손익	-4,479	93	320	207
장기차입금	16,959	16,259	15,259	14,759	세전계속사업이익	-5,869	6,103	3,172	2,554
부채총계	69,217	70,373	66,058	63,650	법인세비용	-955	1,373	714	575
지배주주지분	21,792	27,135	28,564	29,697	세전계속이익률(%)	-7.3	5.8	4.1	3.8
자본금	876	876	876	876	당기순이익	-5,436	4,730	2,458	1,979
자본잉여금	13,245	15,376	15,376	15,376	순이익률(%)	-6.8	4.5	3.2	3.0
이익잉여금	4,304	6,884	8,064	8,950	지배주주귀속 순이익	-3,348	2,913	1,514	1,219
기타자본항목	2,670	3,302	3,551	3,799	기타포괄이익	-501	317	317	317
비지배주주지분	14,599	16,417	17,361	18,121	총포괄이익	-5,938	5,047	2,775	2,296
자본총계	36,391	43,552	45,925	47,819	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	2,283	6,045	13,798	10,554	주당지표(원)				
당기순이익	-5,436	4,730	2,458	1,979	EPS	-21,056	17,103	8,890	7,158
유형자산감가상각비	2,865	2,901	2,685	2,569	BPS	127,962	159,336	167,724	174,381
무형자산상각비	370	314	269	231	CFPS	-707	35,977	26,237	23,599
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		6.8	13.1	16.3
무형자산의 처분(취득)	-224	-	-	-	PBR	0.8	0.7	0.7	0.7
금융상품의 증감	1,715	280	497	21	PCR	-143.1	3.2	4.4	4.9
재무활동 현금흐름	2,346	932	-1,350	-1,067	EV/EBITDA	10.9	3.6	4.6	4.8
단기금융부채의증감	-4,560	-1,128	-644	-861	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	4,960	-700	-1,000	-500	ROE	-14.4	11.9	5.4	4.2
자본의증감	2,000	2,132	-	-	EBITDA이익률	4.6	10.6	9.3	9.6
배당금지급	-231	-231	-231	-231	부채비율	190.2	161.6	143.8	133.1
현금및현금성자산의증감	226	1,165	5,353	587	순부채비율	63.1	45.9	28.2	23.0
기초현금및현금성자산	15,865	16,092	17,257	22,610	매출채권회전율(x)	9.5	10.8	7.9	8.5
기말현금및현금성자산	16,092	17,257	22,610	23,197	재고자산회전율(x)	8.1	8.5	5.9	6.4

자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

SK이노베이션 투자의견 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 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%	-