

SK이노베이션 (096770)

27년 감익보단 구조적인 이익 체력 레벨업에 주목

목표주가 25만원, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 25만원과 투자의견 매수를 유지한다. 3분기 시장 기대치를 훌쩍 넘어서는 호실적에도 4분기와 27년 연간 감익에 대한 불편함이 더욱 부각되며 주가는 오히려 조정받았다. 26년 영업이익이 이례적 수준인 12조원에 달할 것으로 예상되는 만큼 27년 추가 증익을 기대하긴 쉽지 않다. 그러나 수급밸런스 정상화를 이끌 인프라 가동 정상화엔 최소 1년 이상 소요되고, 지난 5년 내내 수요를 하회하는 CDU 증설로 수급이 이미 타이트했던 만큼 에너지 시장 혼란은 장기화 가능성이 높다. 이에 27년도 6~7조원은 창출 가능할 것으로 판단한다. 절대적인 감익보단, 과거 3년 평균 1조원에 못 미치던 이익 체력이 구조적으로 레벨업 된다는 점에 더 주목할 필요가 있다.

3Q26 Review: 3.7조원(+6.2%QoQ) vs 컨센 2.8조, 당사 추정치 3.5조

3분기 영업이익 3.7조원(+6.2%QoQ)으로 컨센서스 2.8조원과 당사 추정치 3.5조원을 크게 상회했다. 전 분기 SK-On 일회성이익 1조원 소멸됐음에도 마진 강세로 에너지와 엔무브 호실적이 지속됐고 E&S도 저가 LNG 도입으로 이익이 대폭 개선된 영향이다.

①에너지+지오센트릭+인천석유 합산 기준 1.59조원(+4.6%QoQ) 달성했는데 정제마진 강세 지속과 PX/BZ 마진도 개선된 영향이다. ②유탄유는 기유 판가 상승세 지속으로 매출(2.4조원), 영업이익(1.1조원) 또 한번 역대 최고치를 경신했고, ③E&S 또한 SMP 상승과 전력 판매량 증가, 저가 Barossa 물량 도입 본격화로 7,744억원(+631%QoQ) 분기 최대 이익을 달성했다. ④SK-On은 판매량 감소로 매출은 1.5조원(-17%QoQ)에 그쳤으나, 전반적인 비용 축소로 영업적자는 -805억원으로 지금까지 보였던 분기당 평균 2천억원 내외의 적자 대비 크게 축소됐다는 점에서는 그나마 고무적이었다.

4분기 기유 마진 조정과 VLCC 운임 급등, SMP 하락 등을 감안해도 2.7조원의 이익은 충분히 달성 가능할 것으로 전망한다. 다만, 여기서 재고이익과 동절기 디젤 마진 급등, LNG 강세 속에 유연한 물량 조정을 통한 E&S 추가 이익 창출 등을 감안하면 감익의 규모는 현재 추정치보다 오히려 크게 축소될 여지도 존재한다.

27년 감익보다는, 구조적으로 높아진 이익체력에 더 주목할 필요

26년은 정제품 시장 개편과 이에 따른 국내 정유사 반사수혜에 주목했다면, 27년에는 기유 시장에서의 수혜가 기대된다. 중동 생산 차질로 약 2배 이상 급등한 기유 가격은 내년으로 가며 고점 대비 점차 조정되겠지만 이제 주목할 점은 평균 가격의 레벨업과 신규 고객사 확보 가능성이다. 중동산을 공급받던 고객사 이탈이 최근 조금씩 발생하고 있는데, 동사는 한국/인니/스페인 거점 확보로 공급 안정성 높고 설비용량도 여유 있어 신규 고객사에 즉각적인 대응이 가능하다. 전일 발표된 HF싱클레어와의 장기공급 계약 체결은 실제 반사수혜의 시작과 중장기 가능성을 보여줬다. 이제는 엔무브의 구조적인 Q, P 성장에 주목할 시점이다(SK엔무브 ILBOC 투어 후기 보고서 참고: 10/23 발간).

최근 중간선거 앞둔 트럼프의 러시아 경유 수입과 제재 완화는 단기 상승세를 완화할 뿐, 전체적인 방향성을 바꾸기엔 역부족이다. 카타르 LNG 부재 속에 낮은 유럽 재고로 인한 LNG 상승은 동절기 디젤 오버슈팅으로 연결될 가능성이 높다. 특히 LNG 강세는 호주/미국 업스트림 자산에서 물량을 안정적으로 도입하는 E&S 경쟁력이 더 부각되는 여건이 될 수 있다. 정제품과 유탄기유의 구조적 강세 및 물량 증가 효과에 LNG 사업 이익 체력까지 두드러진다는 점에서 정유사 중 동사 매력도가 가장 높다는 판단이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

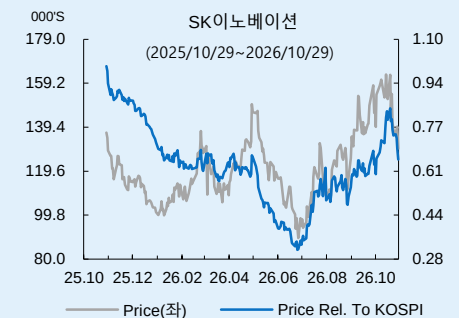
목표주가(12M)	250,000원(유지)
증가(2026.10.29)	130,500원
상승여력	91.6 %

Stock Indicator

자본금	876십억원
발행주식수	17,030만주
시가총액	22,027십억원
외국인지분율	16.4%
52주 주가	89,500~163,200원
60일평균거래량	986,363주
60일평균거래대금	133.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.8	11.3	-11.2	-3.6
상대수익률	0.4	5.2	-1.2	-48.9

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	80,296	105,432	82,687	64,381
영업이익(십억원)	449	12,013	6,995	5,018
순이익(십억원)	-3,348	4,366	2,490	1,626
EPS(원)	-21,056	25,638	14,618	9,545
BPS(원)	127,962	165,912	179,541	188,096
PER(배)		5.1	8.9	13.6
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	-144	17.4	8.5	5.2
배당수익률(%)		3.1	1.9	1.9
EV/EBITDA(배)	10.9	2.7	3.4	3.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

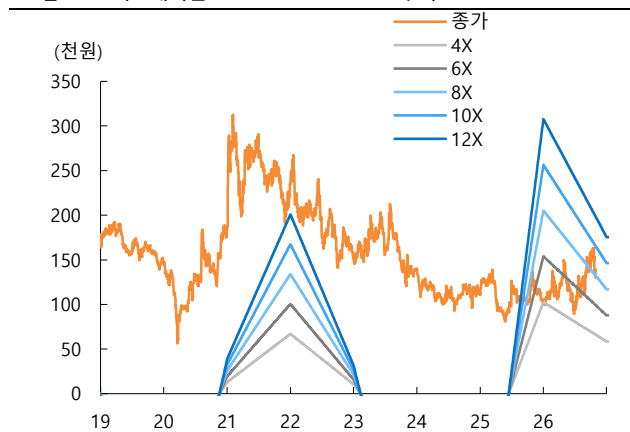
표1. SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
Total											
매출액	21,147	19,307	20,533	19,671	24,212	29,157	28,774	23,289	80,658	105,432	82,687
영업이익	-45	-418	573	295	2,162	3,487	3,704	2,659	406	12,013	6,995
영업이익률	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.5%	8.9%	12.0%	12.9%	11.4%	0.5%	11.4%	8.5%
SKE+GC+SKIP											
매출액	14,395	13,387	14,743	13,833	33,316	20,475	24,881	20,895	56,358	99,568	74,121
영업이익	-78	-585	280	466	2,073	1,517	1,586	1,360	83	6,536	3,752
영업이익률	-0.5%	-4.4%	1.9%	3.4%	6.2%	7.4%	6.4%	6.5%	0.1%	6.6%	5.1%
Lubricant											
매출액	972	894	981	990	1,222	1,983	2,367	2,106	3,836	7,678	7,860
영업이익	121	135	171	181	189	692	1,091	861	608	2,832	1,938
영업이익률	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	15.4%	34.9%	46.1%	40.9%	15.8%	36.9%	24.7%
SK-On											
매출액	1,605	2,108	1,808	1,457	1,870	2,946	1,526	1,556	6,978	7,899	6,406
영업이익	-299	-66	-125	-441	-349	822	-81	-69	-932	323	-373
영업이익률	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-30.3%	-18.7%	27.9%	-5.3%	-4.4%	-13.4%	4.1%	-5.8%
SKE&S											
매출액	3,752	2,545	2,528	3,038	3,696	2,596	3,124	2,965	11,863	12,381	9,003
영업이익	193	115	255	118	283	106	774	411	681	1,574	1,192
영업이익률	5.1%	4.5%	10.1%	3.9%	7.7%	4.1%	24.8%	13.9%	5.7%	12.7%	13.2%
Others											
매출액	422	373	474	354	-15,893	1,157	-3,125	-4,234	1,623	-22,094	-14,703
영업이익	18	-16	-7	-29	-34	351	334	96	-34	747	486
영업이익률	4.3%	-4.3%	-1.5%	-8.0%	0.2%	30.3%	-10.7%	-2.3%	-2.1%	-3.4%	-3.3%

자료: iM증권 리서치본부

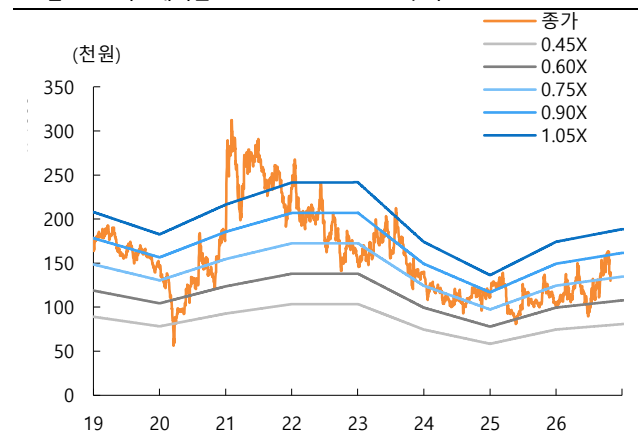
주: 1Q26부터 부문별 실적 기준 변경. Others에는 E&P, SKIET, Staff 관련 비용 등 기타 부문까지 모두 포함

그림1. SK이노베이션 12M Forward PER 추이



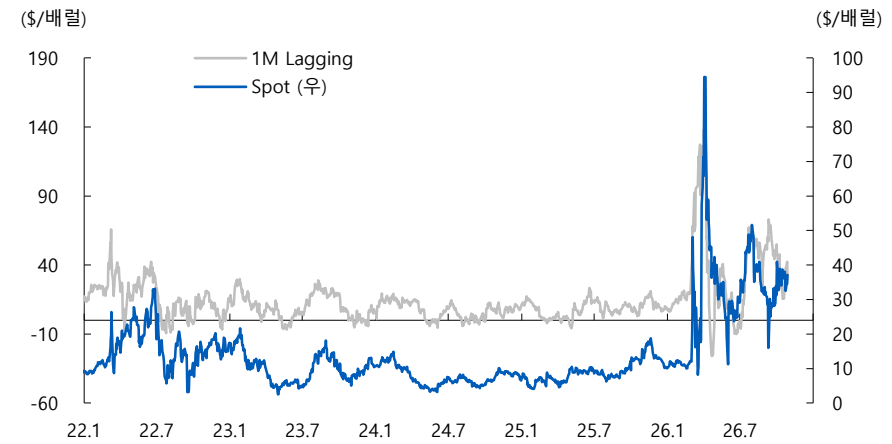
자료: iM증권 리서치본부

그림2. SK이노베이션 12M Forward PBR 추이



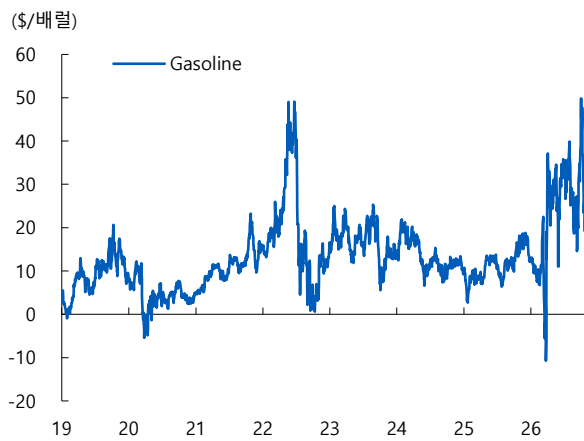
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 복합정제마진 추이



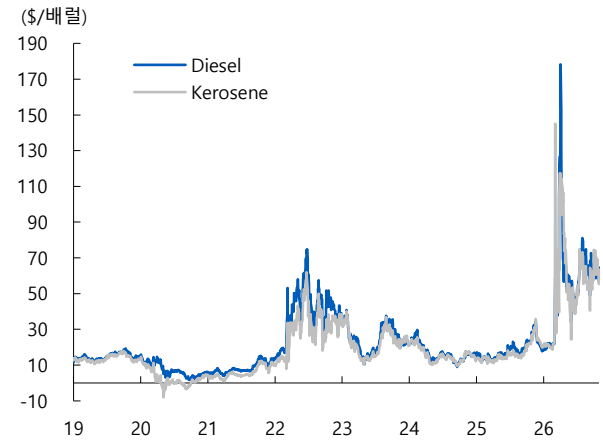
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림4. 휘발유 마진 추이



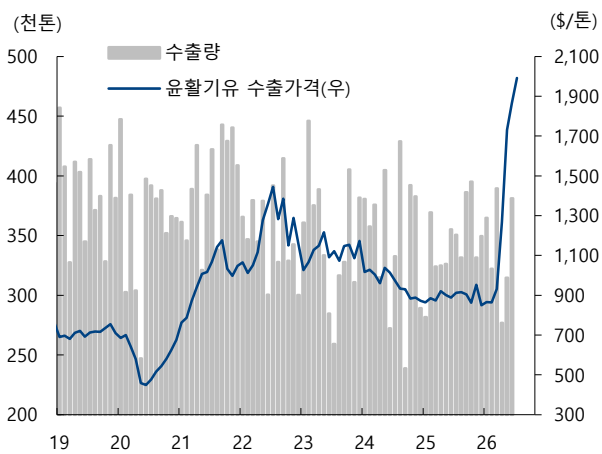
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림5. 등/경유 마진 추이



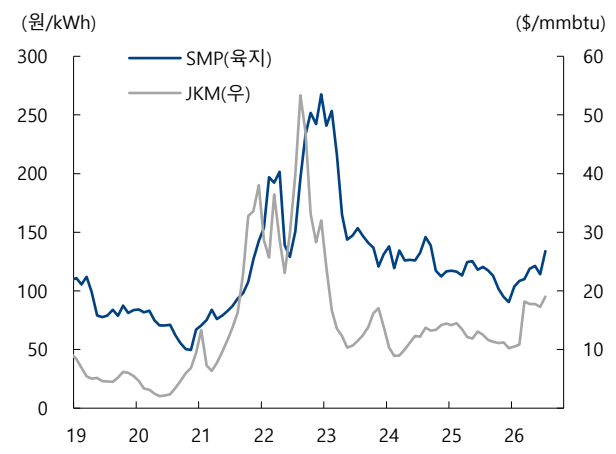
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림6. 윤활기유 수출량 및 가격 추이



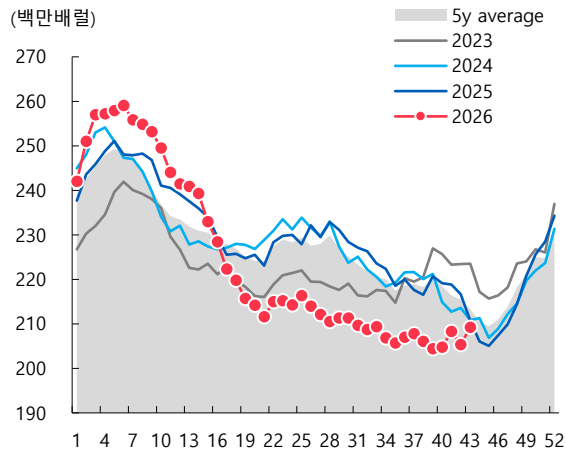
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림7. SMP 및 JKM 가격 추이



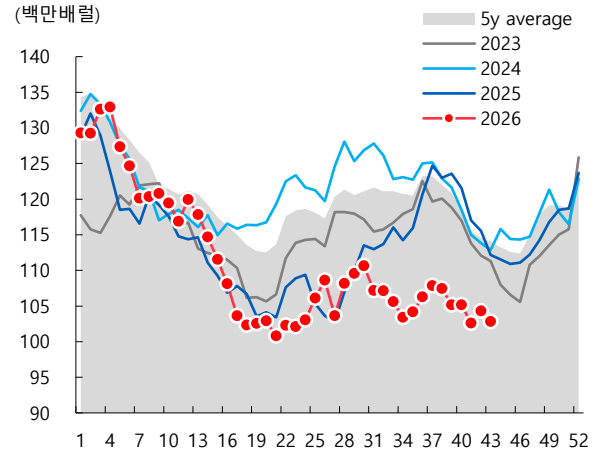
자료: KRX, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 미국 휘발유 재고 추이



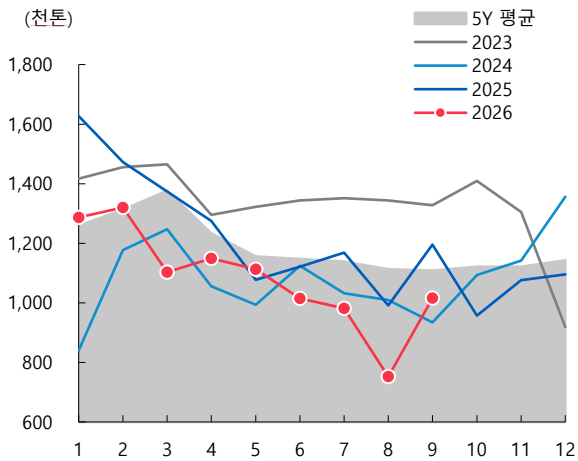
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림9. 미국 중간유분 재고 추이



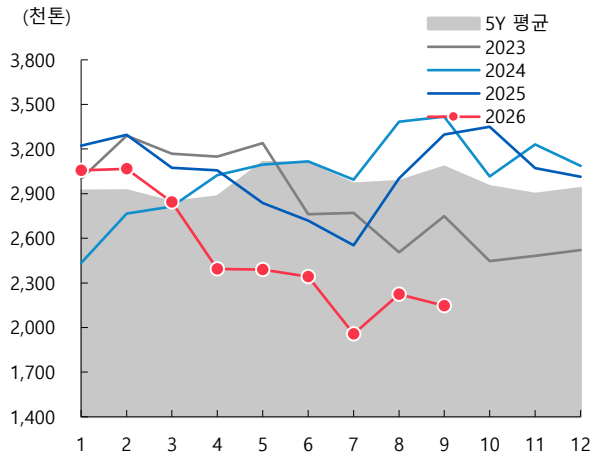
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림10. 유럽 휘발유 재고 추이



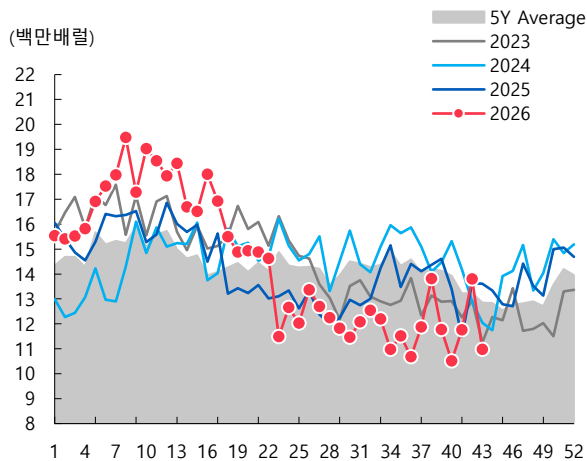
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 유럽 중간유분 재고 추이



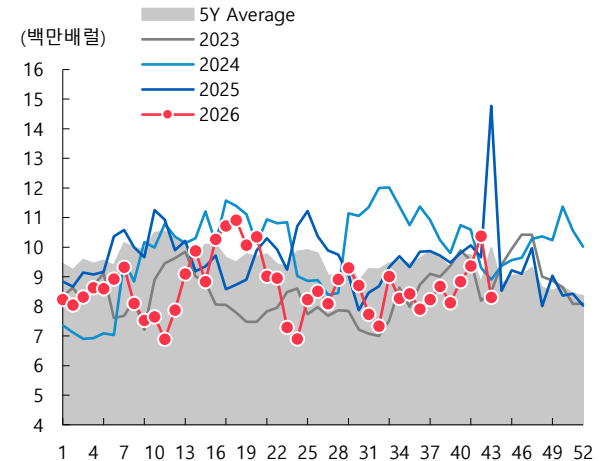
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 싱가포르 경질유분 재고 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 싱가포르 중간유분 재고 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

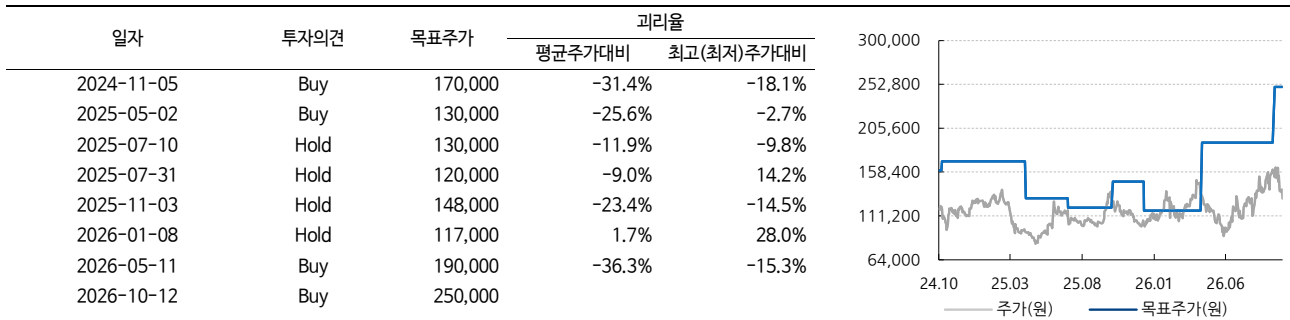
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	42,795	55,998	55,048	52,945	매출액	80,296	105,432	82,687	64,381
현금 및 현금성자산	16,092	19,054	23,593	25,838	증가율(%)	8.1	31.3	-21.6	-22.1
단기금융자산	294	293	307	323	매출원가	75,996	88,107	71,479	56,000
매출채권	8,087	11,266	8,880	6,961	매출총이익	4,300	17,325	11,208	8,381
재고자산	9,559	15,815	12,403	9,657	판매비와관리비	4,570	5,312	4,213	3,364
비유동자산	62,813	60,946	60,665	60,736	연구개발비	368	-	-	-
유형자산	47,195	46,444	47,103	48,090	기타영업수익	719	-	-	-
무형자산	2,339	2,026	1,756	1,525	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	105,608	116,943	115,713	113,681	영업이익	449	12,013	6,995	5,018
유동부채	41,057	43,889	40,281	37,493	증가율(%)	26.1	2,577.3	-41.8	-28.3
매입채무	9,140	12,561	9,852	7,671	영업이익률(%)	0.6	11.4	8.5	7.8
단기차입금	7,202	6,902	5,402	4,602	이자수익	411	485	599	656
유동성장기부채	9,372	8,844	9,200	9,139	이자비용	1,530	1,481	1,394	1,332
비유동부채	28,160	27,476	25,979	24,265	지분법이익(손실)	-246	-27	-164	-145
사채	5,806	5,806	5,806	5,806	기타영업외손익	-4,479	-248	-8	-83
장기차입금	16,959	16,459	15,259	14,459	세전계속사업이익	-5,869	9,739	5,553	3,626
부채총계	69,217	71,365	66,260	61,757	법인세비용	-955	2,649	1,510	986
지배주주지분	21,792	28,255	30,576	32,033	세전계속이익률(%)	-7.3	9.2	6.7	5.6
자본금	876	876	876	876	당기순이익	-5,436	7,090	4,043	2,640
자본잉여금	13,245	15,376	15,376	15,376	순이익률(%)	-6.8	6.7	4.9	4.1
이익잉여금	4,304	8,004	10,076	11,285	지배주주귀속 순이익	-3,348	4,366	2,490	1,626
기타자본항목	2,670	3,302	3,551	3,799	기타포괄이익	-501	317	317	317
비지배주주지분	14,599	17,323	18,876	19,891	총포괄이익	-5,938	7,407	4,360	2,957
자본총계	36,391	45,578	49,452	51,923	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	2,283	7,297	14,374	11,392	주당지표(원)				
당기순이익	-5,436	7,090	4,043	2,640	EPS	-21,056	25,638	14,618	9,545
유형자산감가상각비	2,865	2,901	2,622	2,512	BPS	127,962	165,912	179,541	188,096
무형자산상각비	370	314	269	231	CFPS	-707	44,512	31,595	25,655
지분법관련손실(이익)	-246	-27	-164	-145	DPS	-	4,000	2,500	2,500
투자활동 현금흐름	-4,285	-3,005	-3,604	-4,454	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-4,802	-2,150	-3,280	-3,500	PER		5.1	8.9	13.6
무형자산의 처분(취득)	-224	-	-	-	PBR	0.8	0.8	0.7	0.7
금융상품의 증감	1,715	90	637	8	PCR	-143.1	2.9	4.1	5.1
재무활동 현금흐름	2,346	1,432	-2,383	-1,450	EV/EBITDA	10.9	2.7	3.4	3.8
단기금융부채의증감	-4,560	-828	-1,144	-861	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	4,960	-500	-1,200	-800	ROE	-14.4	17.4	8.5	5.2
자본의증감	2,000	2,132	-	-	EBITDA이익률	4.6	14.4	12.0	12.1
배당금지급	-231	-231	-231	-231	부채비율	190.2	156.6	134.0	118.9
현금및현금성자산의증감	226	2,962	4,539	2,245	순부채비율	63.1	40.9	23.8	15.1
기초현금및현금성자산	15,865	16,092	19,054	23,593	매출채권회전율(x)	9.5	10.9	8.2	8.1
기말현금및현금성자산	16,092	19,054	23,593	25,838	재고자산회전율(x)	8.1	8.3	5.9	5.8

자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

SK이노베이션 투자이전 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. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 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 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-