

SK이노베이션 (096770)

호르무즈 봉쇄는 에너지 기업가치를 높인다!

2026년 상반기 영업이익 3.8조원 가능

2026년 호르무즈 봉쇄는 국내에 기여하는 에너지 기업(정유/자원개발/발전소) 중요성을 일깨우는 계기이다. 실적의 경우, 2022년 Again 가능성이 높다. 연간 예상 실적은 '매출액 92.4조원, 영업이익 3.2조원(영업이익률 3.4%), 지배주주 순이익 1.7조원' 등이다. 러-우 전쟁이 계속되었던 2022년 3.9조원 보다 낮지만, 2024 ~ 2025년 부진을 털어버리기에 충분하다. 특히, 상반기에 3.8조원을 기대해 본다. 부문별로 '석유정제 2.0조원(유가/정제마진 강세), 자원개발 6,049억원(유가상승), E&S(주) 1.3조원(SMP상승)' 등이 눈에 띈 것이다.

호르무즈 봉쇄로 자원개발 및 발전소 가치 부각

호르무즈 봉쇄는 1가지 약점 보다 2가지 재평가 기회가 부각될 것이다. 우선, ① 정유설비 가동률을 80%에서 70% 이하로 낮출 가능성이 높다. 중동 60%(호르무즈 통과 40%), 북미 20%, 아프리카/기타 20% 비율로 원유를 조달하는데, 호르무즈 물량에 차질이 불가피하다. 반면, ② 자원개발 가치를 재평가 받을 기회이다. SK E&S(주)와 SK어스온(주) 등 자원개발 회사로부터 7군데 광구에서 원유와 천연가스를 하루에 10만배럴 정도 생산하고 있다. 뿐만 아니라, ③ LNG 발전소 5GW에 대한 중요성도 부각될 것이다. 유가 상승 효과로, 전력판 매가격(계통한계가격, kwh당)이 2026년 1분기 108원에서 3분기 190원으로 높아질 수 있다.

목표주가 17만원으로 상향

국내 에너지 발전소 중요성 부각과 재무부담 축소를 동시에 반영해, 2026년 적정주가 17만원(기존 15만원)으로 상향 조정한다. ① 초호황에 접어든 LNG발전소 가치를 1.5조원(기존 8.4조원 → 9.9조원, EV/EBITDA 10.0배 적용) 높였다. ② 순차입금 규모는 연초 22.5조원에서 △1.2조원 줄어들며 재무 부담을 줄이게 된다. 서프라이즈 실적에서 만들어지는 잉여현금 4.7조원(EBITDA-이자-법인세)이 연간 Capex 3.5조원(배터리 1.5조원 포함)보다 더 클 것이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	257,003	21.5	33.1	195,943	31.2
영업이익	30,206	흑전	795.2	4,491	572.6
세전계속사업이익	26,498	흑전	흑전	1,691	1,467.0
지배순이익	18,233	흑전	흑전	941	1,838.7
영업이익률 (%)	11.8	흑전	+10.1 %pt	2.3	+9.5 %pt
지배순이익률 (%)	7.1	흑전	흑전	0.5	+6.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	742,696	802,961	924,661	803,467
영업이익	3,557	4,487	31,898	21,708
지배순이익	-22,600	-33,479	16,633	9,151
PER	-5.3	-5.2	11.7	21.2
PBR	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	23.2	19.4	9.1	11.3
ROE	-9.6	-14.4	7.4	3.9

자료: 유안타증권



황규원 정유/화학

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

서석준

Research Assistant

seokjun.seo@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 170,000원 (U)

직전 목표주가 150,000원

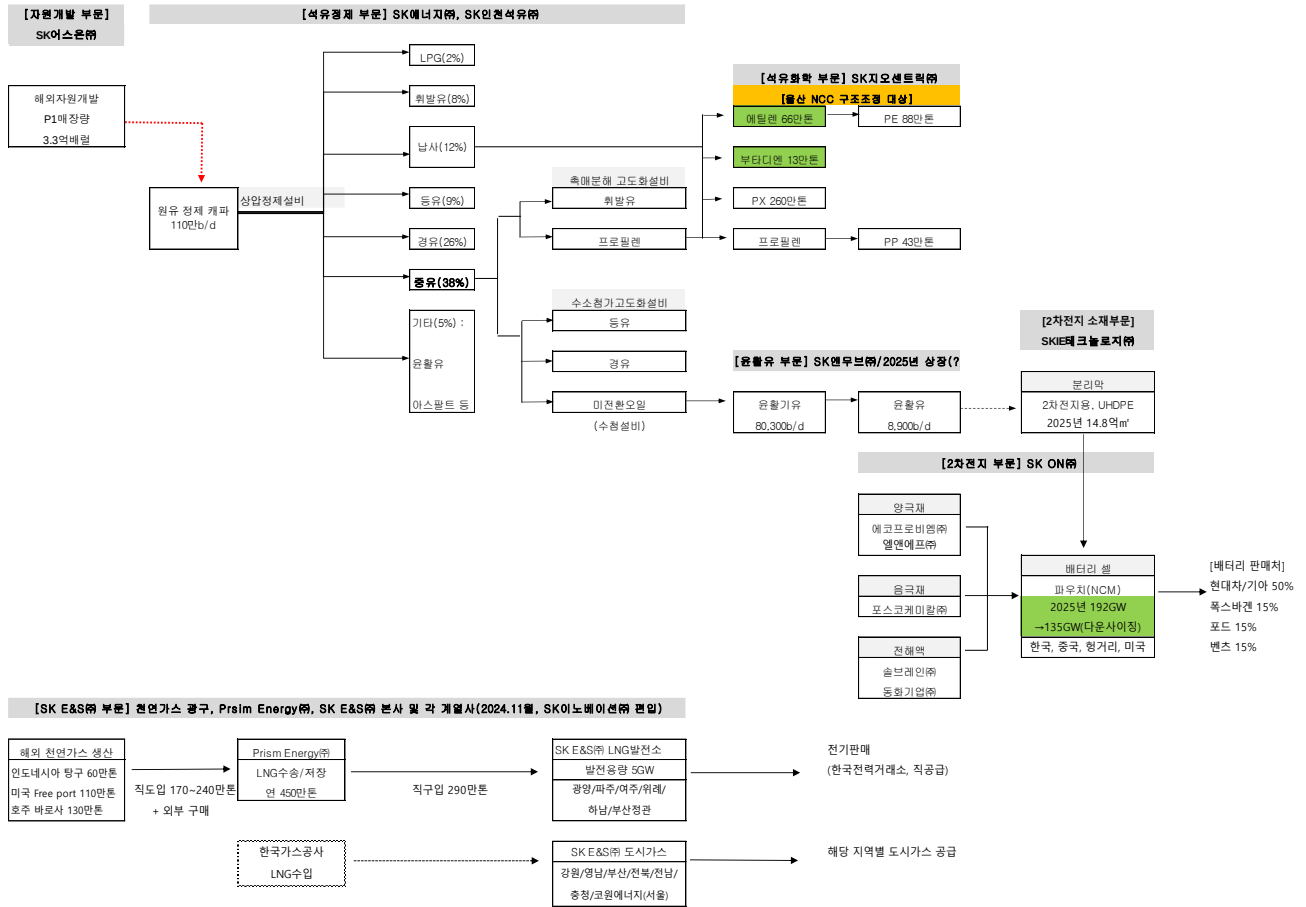
현재주가 (04/01) 114,500원

상승여력 48%

시가총액	193,565억원
총발행주식수	170,301,214주
60일 평균 거래대금	797억원
60일 평균 거래량	676,563주
52주 고/저	137,700원 / 81,100원
외인지분율	12.98%
배당수익률	0.00%
주요주주	SK 외 12 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(10.3)	13.1	4.0
상대	2.2	(13.0)	(52.1)
절대 (달러환산)	(15.6)	6.4	0.0

그림 1. SK이노베이션주의 연결 사업 구조 : 2026년 펀더멘탈 회복 3가지 ① 국제유가 강세 정유부문 개선, ② 배터리 캐파 축소, ③ 석화 NCC Box-up(기동 중단)



자료: 유안타증권 리서치센터

표2. SK 이노베이션(주) 실적 추정 변경 내역

	기존 추정(억원)			신규 추정(억원)			변화율(%)		
	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E
매출액	191,717	701,252	753,554	257,003	924,661	803,467	34.1%	31.9%	6.6%
영업이익	2,982	15,603	25,126	30,206	31,898	21,708	913.0%	104.4%	△13.6%
OPM	1.6%	2.2%	3.3%	11.8%	3.4%	2.7%	10.2%	1.2%	△0.6%
세전이익	354	4,423	12,977	26,498	24,068	15,790	7389.3%	444.2%	21.7%
지배순이익	281	3,587	9,534	18,233	16,633	9,151	6396.2%	363.8%	△4.0%

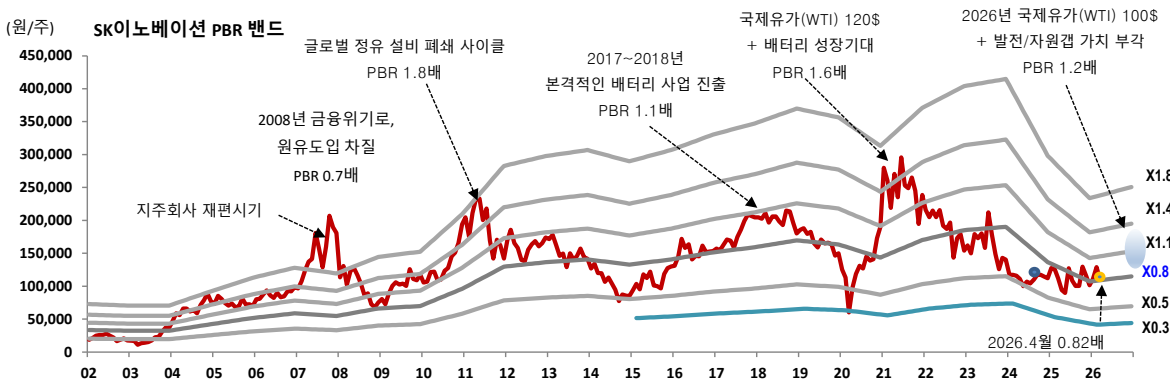
자료: 유안타증권 리서치센터

표3. 2025년 SK 이노베이션주 적정 주가 : 2026년 17만원으로 상향 (배경 : 발전소 가치 상향 + 순차입금 축소 반영)

	기준일 (2026.4월)	주요 내역									
(+) 영업자산가치 (억원)	485,036 (배터리 흑자가치 적용)	사업 부문	지분율	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	(참고)	할인율	적정사업가치(억원)	
		▶정유부문	100%	12,695	3,051	15,746	7.5	← 호황사이클	20%	94,478	
		▶석화부문	100%	7,031	1,300	8,331	5.5	← 업황회복 지연(기존 평균 수준)	20%	36,658	
		(2026년 NCC 다운사이징 가정, 석화 폐파 16%(△117만톤) 감소)									
		▶윤활유부문	100%	6,297	818	7,115	11.5	← 호황사이클 반영	20%	65,462	
		▶자원개발부	100%	5,260		5,260	8.5	매장량 3.8억배럴 x 배럴당 9.5\$	20%	35,910	
		▶배터리+분리막	81%/53%	1,711	8,530	10,241	25.0		20%	153,755	
		(2025년말~2026년 배터리 다운사이징 반영, 2025년 폐파 192GW → 145GW)									
		▶도시가스/발전/LNG	92%	9,050	4384	13,434	10.0	← 초호황사이클 반영(기존 호황)	20%	98,773	
		사업가치 합산								배터리 흑자전환 적용시 →	485,036
		주1) 사업가치 = 평균적인 EBITDA 창출 규모 x 업황판단 EV/EBITDA배율(2.5~11.배) x 비상장 할인율 x 실효 지배율 주2) 평균적인 영업이익 = 최근 3개년 매출액 x 과거 평균 영업이익률, 사이클에 상관없이 평균적으로 얻을 수 있는 이익 규모를 의미함 주3) 배터리/분리막 영업이익 = 최근 3개년간 폐파 x 평균적인 계약 영업이익률 X 적정 가동률									
(+) 투자자산가치 (억원)	44,072	투자자산 구성	지분율	순자산(2025년)	PBR(배)	적정가치(억원)			비 고		
		Sinopec SK 우한	35%	7,472	0.5	3,736			중국 NCC업체		
		대한송유관공사	41%	3,246	0.5	1,623			국내 원유수송		
		전략비축유		677만배럴	배럴당 70\$	6,872					
		기타		63,683	0.5	31,842					
		합 계				44,072					
(-) 순차입금 (억원)	248,120										
현금성자산	175,448	※ 2026년 초 현금자산 16.3조원 + 2026년 잉여현금 1.2조원									
(-) 총차입금	388,559	※ 2026년 초 차입금 38.9조원									
(-) 탄소배출부담	33,136	연간배출량(톤)	탄소가격(\$/톤)	현물	연간 사회적부담액	WACC	현재가치 환산액				
		18,409,041	10	1350	2,485	7.50%	33,136				
보통주 주주가치(A,억원)	280,989										
발행주식수(B, 주)	169,050,334	※ 2025년 유증 반영 후 169,051,561주-자사주 1227주									
보통주 1주당 가치(원/주)	170,000	※ 목표주가 상향(15만원 → 17만원) : ① 2026년 이익으로 순차입금 △1.2조원 축소									
(적전 목표주가)	150,000	② 2026년 발전소 가치 1.5조원 상향									

자료: 유안타증권 리서치센터

그림2. SK 이노베이션주의 PBR 밴드 (0.5~1.4배 등락) : 2026년 유가강세와 재부부담 완화 = 1.2배 (2026년 4월 0.82배)



자료: 유안타증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	742,696	802,961	924,661	803,467	714,098
매출원가	702,562	759,962	853,508	747,408	669,737
매출총이익	40,135	42,998	71,153	56,058	44,361
판매비	39,501	45,698	39,255	34,350	30,529
영업이익	3,557	4,487	31,898	21,708	13,832
EBITDA	25,179	29,654	63,684	52,141	43,015
영업외손익	-26,581	-63,175	-7,830	-5,918	-5,843
외환관련손익	-3,744	3,078	74	698	931
이자손익	-10,670	-11,195	-7,059	-6,754	-7,260
관계기업관련손익	-4,303	-2,456	-919	52	406
기타	-7,864	-52,601	73	86	80
법인세비용차감전순이익	-23,024	-58,688	24,068	15,790	7,988
법인세비용	-1	-9,550	5,958	3,817	1,906
계속사업순이익	-23,023	-49,138	18,110	11,973	6,083
중단사업순이익	-702	-5,226	0	0	0
당기순이익	-23,725	-54,364	18,110	11,973	6,083
지배지분순이익	-22,600	-33,479	16,633	9,151	2,485
포괄순이익	10,157	-59,379	18,110	11,973	6,083
지배지분포괄이익	122	-37,997	16,633	9,151	2,485

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	22,325	22,831	34,945	51,026	41,377
당기순이익	-23,725	-54,364	18,110	11,973	6,083
감가상각비	21,246	28,653	28,240	27,453	26,679
외환손익	2,617	-2,079	-74	-698	-931
중속, 관계기업관련손익	2,824	2,456	919	-52	-406
자산부채의 증감	16,744	377	-21,754	5,553	5,542
기타현금흐름	2,619	47,787	9,503	6,796	4,410
투자활동 현금흐름	-72,953	-42,854	-35,336	-34,896	-34,524
투자자산	-1,596	9,905	-410	406	545
유형자산 증가 (CAPEX)	-100,279	-53,672	-35,000	-36,000	-36,000
유형자산 감소	719	5,650	0	0	0
기타현금흐름	28,203	-4,738	74	698	931
재무활동 현금흐름	73,271	23,457	-3,865	-14,997	-4,295
단기차입금	40,045	-47,006	4,641	-1,398	-1,495
사채 및 장기차입금	128,006	-11,882	-8,506	-13,598	-2,800
자본	26,276	5,880	0	0	0
현금배당	-3,137	-6,815	0	-3,367	-3,367
기타현금흐름	-117,919	83,280	0	3,367	3,367
연결범위변동 등 기타	5,264	-1,168	17,377	-24,500	-26,053
현금의 증감	27,907	2,265	13,121	-23,367	-23,494
기초 현금	130,744	158,651	160,916	174,036	150,669
기말 현금	158,651	160,916	174,036	150,669	127,175
NOPLAT	3,557	4,487	31,898	21,708	13,832
FCF	-77,954	-30,841	-55	15,026	5,377

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	363,184	427,953	466,748	426,686	385,270
현금및현금성자산	158,651	160,916	174,036	150,669	127,175
매출채권 및 기타채권	85,667	78,791	91,741	87,115	80,271
재고자산	103,356	95,586	108,312	96,242	85,165
비유동자산	742,117	628,132	631,757	636,917	643,189
유형자산	567,196	471,950	478,710	487,257	496,577
관계기업 등 지분관련 자산	88,179	74,147	74,147	74,147	74,147
기타투자자산	16,491	11,093	11,503	11,098	10,552
자산총계	1,105,301	1,056,085	1,098,505	1,063,604	1,028,459
유동부채	377,256	410,571	459,844	411,459	410,185
매입채무 및 기타채무	186,893	171,065	189,739	170,846	150,192
단기차입금	120,512	72,017	76,368	75,257	74,149
유동성장기부채	60,499	93,720	112,903	91,515	121,392
비유동부채	331,556	281,599	256,851	261,729	225,143
장기차입금	153,981	169,590	160,591	160,382	133,039
사채	116,341	58,055	39,365	47,364	42,029
부채총계	708,812	692,170	716,696	673,188	635,327
지배지분	246,414	217,921	234,337	240,121	239,240
자본금	7,860	8,761	8,761	8,761	8,761
자본잉여금	127,468	132,448	132,448	132,448	132,448
이익잉여금	82,313	43,043	59,675	65,459	64,578
비지배지분	150,075	145,994	147,472	150,294	153,892
자본총계	396,489	363,915	381,809	390,416	393,132
순차입금	315,326	252,763	235,778	244,148	263,348
총차입금	478,547	419,659	415,794	400,797	396,503

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-21,510	-21,223	9,825	5,399	1,456
BPS	165,656	129,847	139,229	142,666	142,142
EBITDAPS	23,660	18,651	37,395	30,617	25,258
SPS	697,896	505,017	542,956	471,791	419,315
DPS	2,000	0	2,000	2,000	2,000
PER	-5.3	-5.2	11.7	21.2	78.6
PBR	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	23.2	19.4	9.1	11.3	14.2
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	-3.9	8.1	15.2	-13.1	-11.1
영업이익 증가율 (%)	-81.3	26.1	610.9	-31.9	-36.3
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	-45.0	-72.8
매출총이익률 (%)	5.4	5.4	7.7	7.0	6.2
영업이익률 (%)	0.5	0.6	3.4	2.7	1.9
지배순이익률 (%)	-3.0	-4.2	1.8	1.1	0.3
EBITDA 마진 (%)	3.4	3.7	6.9	6.5	6.0
ROIC	0.7	0.7	4.7	3.1	1.9
ROA	-2.4	-3.1	1.5	0.8	0.2
ROE	-9.6	-14.4	7.4	3.9	1.0
부채비율 (%)	178.8	190.2	187.7	172.4	161.6
순차입금/자기자본 (%)	128.0	116.0	100.6	101.7	110.1
영업이익/금융비용 (배)	0.2	0.3	3.1	2.3	1.4

Key Chart

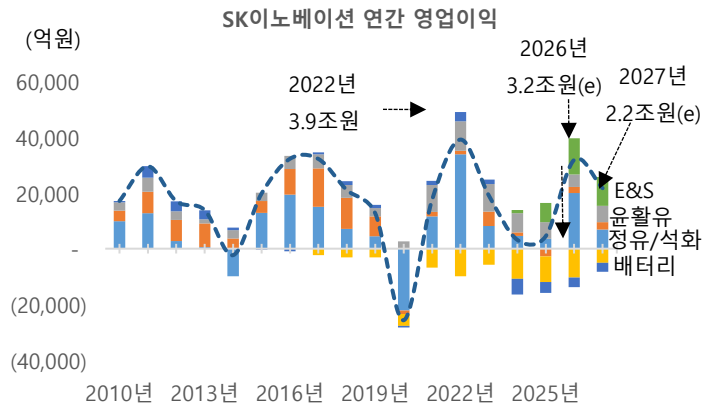
연간 영업이익 전망 :

2022년 3.9조원(라우 전쟁)

2025년 0.4조원

2026년 3.2조원(e, 호르무즈 봉쇄)

2027년 2.2조원(e)



자료: 유안타증권 리서치센터

호르무즈 수해 : 자원개발 부각 원유 환산 일생산량 10.4만b/d

지 역	광 구	생산량	생산시점
호주	칼티타-바로사 가스전	130만톤/년 (=26,000boe/d)	2026.1분기
미국	우드포드 가스전	110만톤/년 (=22,000boe/d)	2014년 3분기
베트남	15-1광구	2,500b/d	2003년 4분기
	15-1/05광구	미정	2026년
	15-2/17광구	미정	탐사중
	16-2광구	미정	탐사중
중국	17/03광구	9,500b/d	2023년 2분기
페루	88광구	8,300b/d+가스 25,000boe/d	2004년
	56광구	2,000b/d+가스 8,000boe/d	2008년
리비아	NC174광구	230b/d	2004.2분기
말레이시아	SK427광구	미정	탐사중
	KETAPU Cluster	미정	탐사중
소 계		103,530b/d	

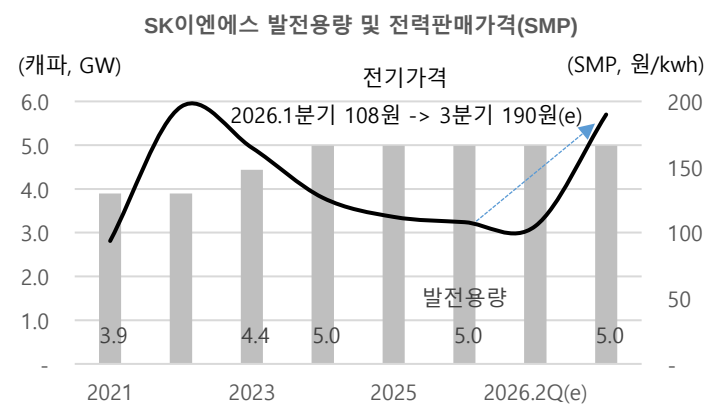
자료: 유안타증권 리서치센터

호르무즈 수해 : 전력판가 상승

2026년 1분기 108원/kwh

3분기 190원(e)

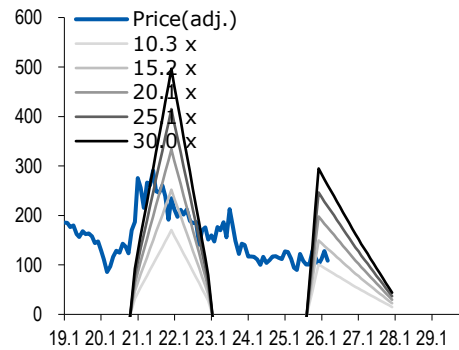
(발전용량 5.0GW)



자료: 유안타증권 리서치센터

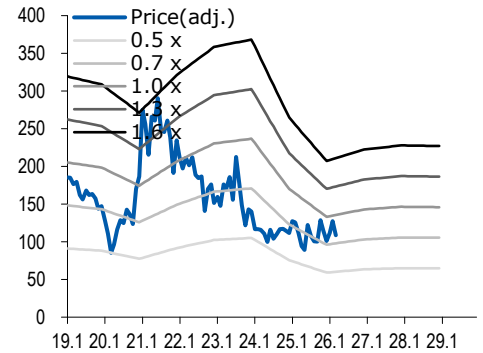
P/E band chart

(천원)



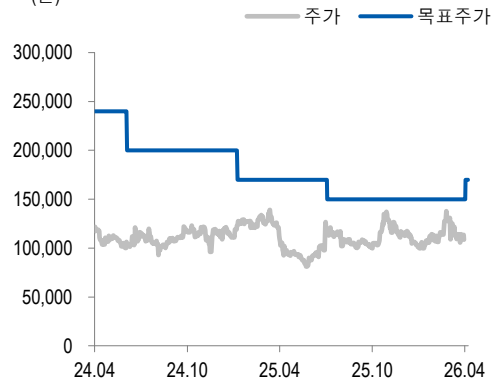
P/B band chart

(천원)



SK 이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-02	BUY	170,000	1년		
2025-07-04	BUY	150,000	1년	-25.12	-8.20
2025-01-08	BUY	170,000	1년	-35.31	-18.12
2024-06-04	BUY	200,000	1년	-44.32	-38.50
2024-02-27	BUY	240,000	1년	-52.97	-47.67

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.8
Hold(중립)	5.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-04-02

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **황규원**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.