

SK이노베이션 (096770)

투자의견 Buy 상향

이차전지/석유화학

Analyst 노우호

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 황현식

hyeonsig.hwang@meritz.co.kr

2Q26 Review: 일회성 요인에도 시장 예상치 큰 폭 상회

당분기 SK이노베이션은 매출액 29.1조원/영업이익 3.5조원으로 시장 예상치를 120% 이상 상회했다. 상회 배경은 (1) 전 사업부문 재고평가이익 1.1조원, (2) 배터리부문 AMPC 및 OEM 고객사로 보상금 수취가 반영된 점이다.

차분기는 상반기 국제유가 변동에 따른 래깅 영향에 절대 영업이익 규모는 감소하겠으나, 하반기 분기별 영업이익은 1.2조원, 1.0조원을 각각 추정한다. 비-배터리부문 강세는 타이트한 공급여건에 기인한다. 특히 연중 지정학 Risk, 무력충돌에 극단적으로 낮아진 석유제품별 재고수준, 경쟁사들의 생산설비 가동 차질에 핵심 수익성 지표 정제마진은 Record-high이다. 정제설비들의 신규 투자가 부재한 점은 정유업 호황이 지속될 근거이다. 유가 강세의 나비효과로 하반기 SK이노베이션 E&S의 이익 기여도 역시 증가되겠다.

추가로 발현될 사업 모멘텀과 기업가치 변화 변수 주목

SK그룹의 반도체 팹 및 국내/외 AI DC 사업에 동사는 전력 공급원으로 포지셔닝이 가능하다. 동사의 에너지 사업 포트폴리오(ESS, LNG, 운할, SMR 등)로 'Time-to-Power' 역량을 주목한다. 또한 연간 ROE 및 현금흐름 개선으로 2개년만의 DPS 상향 가능성, 이를 통한 기존의 Value-trap을 극복하는 모멘텀이 지속 발현될 점이다.

4년만에 투자의견 및 적정주가 상향, 비중확대 전략 제시

그간 배터리부문 사업 Risk에 따른 기업가치 Discount로 투자의견 Hold를 견지했다. 단, 26년 배터리부문의 추가 악화 여지는 제한적, 비 배터리부문의 압도적 이익 실적으로 연간 추정치 상향, 현금흐름이 개선되는 선순환 구조에 안착한 점이다. 투자의견 Buy로 상향, 적정주가는 27년 추정 EBITDA 및 사업부문별 SoTP 산정한 18만원을 제시한다.

Meritz Research 2026. 7. 31

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	180,000원
현재주가 (7.30)	116,600원
상승여력	54.4%

표1 SK이노베이션 2Q26P Review

(십억원)	2Q26P	2Q25	(% YoY)	1Q26	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	29,157.2	19,306.6	51.0	24,212.1	20.4	28,001.5	4.1	26,056.5	11.9
영업이익	3,487.3	-417.6	흑자전환	2,162.2	61.3	1,558.2	123.8	1,282.1	172.0
세전이익	569.7	-1,260.8	흑자전환	1,393.5	-59.1	985.3	-42.2	977.0	-41.7
순이익(지배주주)	215.0	-772.2	흑자전환	964.4	-77.7	944.0	-77.2	778.1	-72.4
영업이익률(%)	12.0	-2.2		8.9		5.6		4.9	
세전이익률(%)	2.0	-6.5		5.8		3.5		3.7	
순이익률(%)	0.7	-4.0		4.0		3.4		3.0	

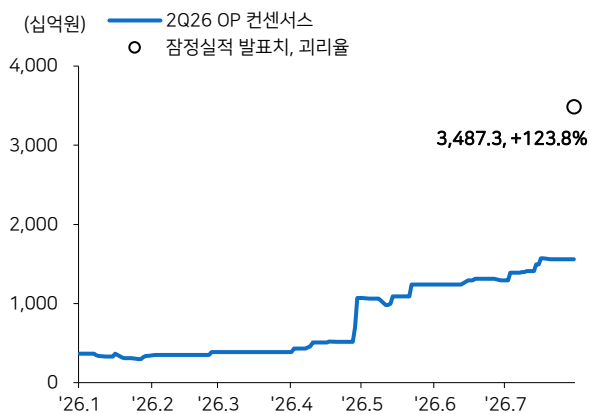
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK이노베이션 2026년 · 2027년 실적 추정치 변경

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	103,123.3	100,319.8	2.8	98,110.9	95,604.5	2.6
영업이익	7,966.3	5,273.8	51.1	3,616.8	3,176.1	13.9
세전이익	3,664.6	3,594.1	2.0	2,401.1	1,970.6	21.8
순이익(지배주주)	2,525.2	2,710.3	-6.8	1,905.6	1,564.1	21.8
영업이익률(%)	7.7	5.3		3.7	3.3	
세전이익률(%)	3.6	3.6		2.4	2.1	
순이익률(%)	2.4	2.7		1.9	1.6	

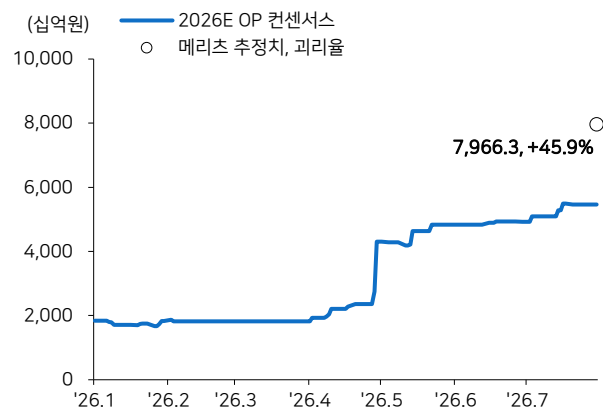
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q26P 영업이익, 컨센서스 대비 +124% 상회



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 대비 46% 상회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 SK이노베이션 분기 및 연간 실적 Table

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	21,146.6	19,306.6	20,533.2	19,309.7	24,212.1	29,157.2	24,554.2	25,199.7	80,296.1	103,123.3	98,110.9
석유	11,918.1	11,389.7	12,442.1	11,711.4	14,994.0	16,741.8	13,171.0	13,618.8	47,461.3	58,525.5	54,022.9
화학	2,477.0	2,268.6	2,300.8	2,121.1	3,213.0	3,733.1	3,587.5	3,568.8	9,167.5	14,102.4	14,484.0
SK IET	58.2	69.9	79.1	41.9	35.9	39.5	41.9	39.4	249.1	156.6	162.0
광구	383.1	341.7	320.0	322.7	117.7	75.4	505.5	507.8	1,367.5	1,206.4	1,829.2
E&S	3,752.1	2,545.3	2,527.8	3,037.9	3,696.1	2,596.1	4,001.6	4,264.1	11,863.1	14,557.9	14,470.6
엔무브	972.2	893.8	980.5	989.6	1,222.3	1,983.1	1,517.5	1,501.6	3,836.1	6,224.4	5,641.6
SK On(배터리)	1,605.4	2,107.7	1,807.9	1,457.2	1,791.2	2,946.0	1,729.3	1,699.4	6,978.2	8,165.9	7,500.6
영업이익	-44.6	-417.6	573.5	337.4	2,162.2	3,487.3	1,218.6	1,098.2	448.7	7,966.3	3,616.8
%OP	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.7%	8.9%	12.0%	5.0%	4.4%	0.6%	7.7%	3.7%
석유	36.3	-149.3	304.2	474.9	1,930.3	1,473.0	430.2	289.4	666.1	4,122.9	1,137.8
화학	-114.3	-118.6	-24.6	-8.9	127.5	43.7	-18.5	-24.8	-266.4	127.9	68.2
SK IET	-69.6	-53.1	-47.2	-75.7	-73.2	-63.5	-13.9	-13.1	-245.6	-163.7	-64.0
광구	120.4	109.0	89.3	81.0	64.7	29.9	121.3	121.9	399.7	337.8	439.0
E&S	193.1	115.0	255.4	206.6	283.2	105.9	324.1	358.2	770.1	1,071.4	1,122.8
엔무브	121.4	134.6	170.6	181.0	188.5	691.9	433.6	397.5	607.6	1,711.4	1,234.1
SK On(배터리)	-299.3	-66.4	-124.8	-441.4	-349.2	821.8	-155.7	-128.0	-931.9	188.9	-723.8
%OP(배터리)	-1.4%	-0.3%	-0.6%	-2.3%	-1.4%	2.8%	-0.6%	-0.5%	-1.2%	0.2%	-0.7%
세전이익	-332.4	-1,260.8	69.0	-4,867.2	1,393.5	569.7	912.3	789.0	-6,391.4	3,664.6	2,401.1
순이익(지배주)	-229.0	-772.2	-107.9	-2,238.8	964.4	215.0	721.7	624.2	-3,347.9	2,525.2	1,905.6
%YoY											
매출액	9.0	2.7	16.3	-0.5	14.5	51.0	19.6	30.5	7.5	28.4	-4.9
영업이익	적자전환	적자확대	흑자전환	111.0	흑자전환	흑자전환	112.5	225.5	42.2	1,675.5	-54.6
세전이익	적자축소	적자확대	흑자전환	적자확대	흑자전환	흑자전환	1,223.2	흑자전환	적자확대	적자확대	적자확대
순이익(지배)	적자축소	적자확대	적자축소	적자확대	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	적자확대	적자확대	적자확대
%QoQ											
매출액	9.0	-8.7	6.4	-6.0	25.4	20.4	-15.8	2.6			
영업이익	적자전환	적자확대	흑자전환	-41.2	540.8	61.3	-65.1	-9.9			
세전이익	적자축소	적자확대	흑자전환	적자전환	흑자전환	-59.1	60.1	-13.5			
순이익(지배)	적자축소	적자확대	적자축소	적자확대	흑자전환	-77.7	235.6	-13.5			

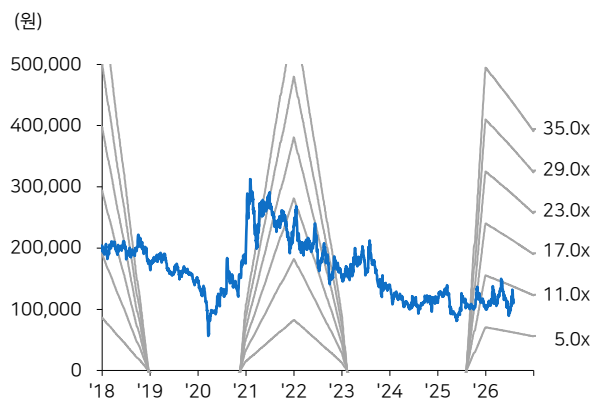
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

표4 SK이노베이션의 적정주가 18만원으로 상향

사업가치 (A)	27년 추정 EBITDA	Fair Value	Multiple(배)
(단위: 십억원)			
석유	1,696	9,905	5.8
화학	125	438	3.5
엔무브	1,675	11,725	7.0
기타	1,507	4,521	3.0
배터리	1,744	20,449	11.7
E&S	1,048	8,384	8.0
자산가치 (B)		BV/시가	
매도가능 금융자산		2500	
총기업가치 (C=A+B)		55,671	
순차입금 (D)		25,301	
우선주가치 (E)		74.7	
적정 시가총액 (C-D-E)		30,295	
발행주식수 (천주)		170,301	
적정 주당 주주가치 (원)		180,000	

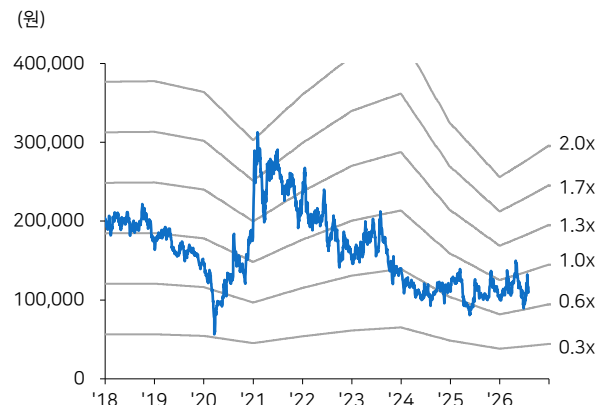
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



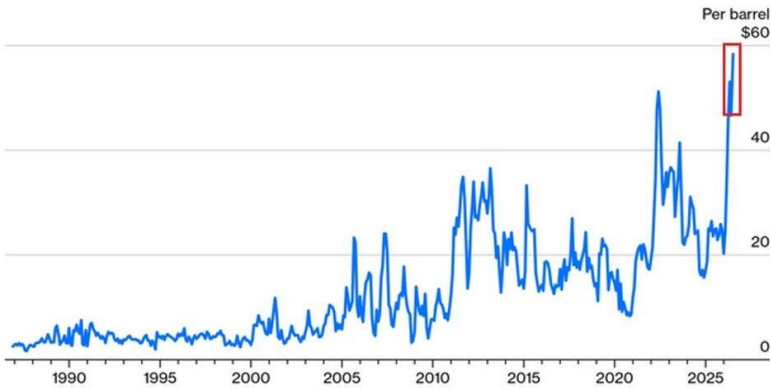
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

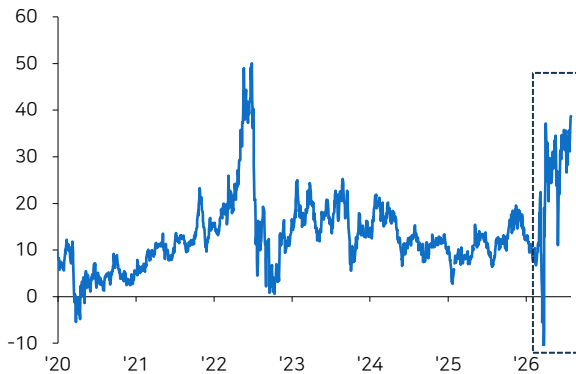
그림5 미국 기준 정제마진 추이



자료: Bloomberg

그림6 Gasoline 단순 가격 스프레드

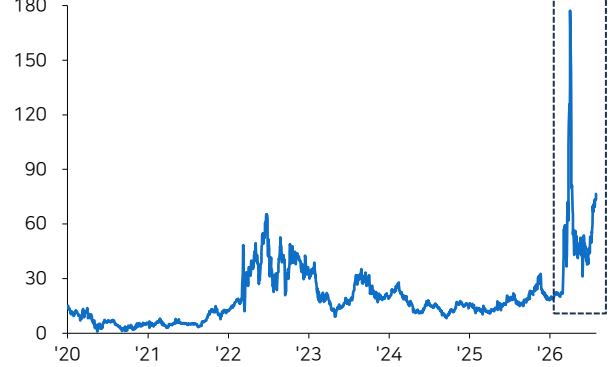
(달러/배럴)



자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

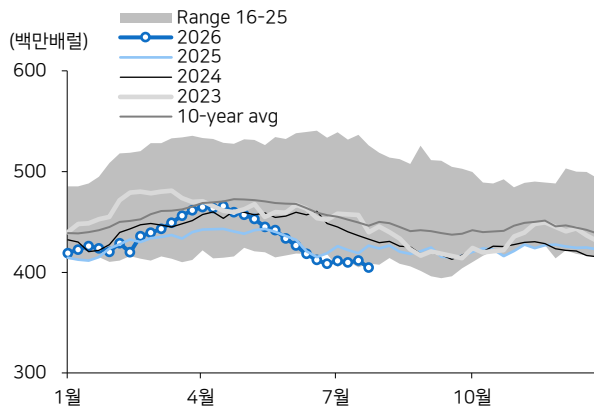
그림7 Diesel 단순 가격 스프레드

(달러/배럴)



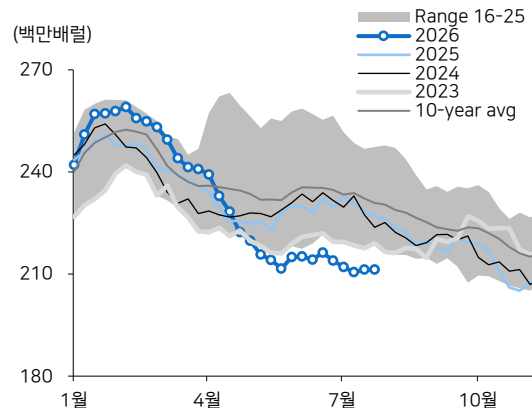
자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 원유 재고량 추이



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 휘발유 재고량 추이



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

SK이노베이션 (096770)

KOSPI	5,593.56pt
시가총액	197,116억원
발행주식수	16,905만주
유동주식비율	38.75%
외국인비중	14.69%
52주 최고/최저가	149,800원/89,500원
평균거래대금	789.3억원

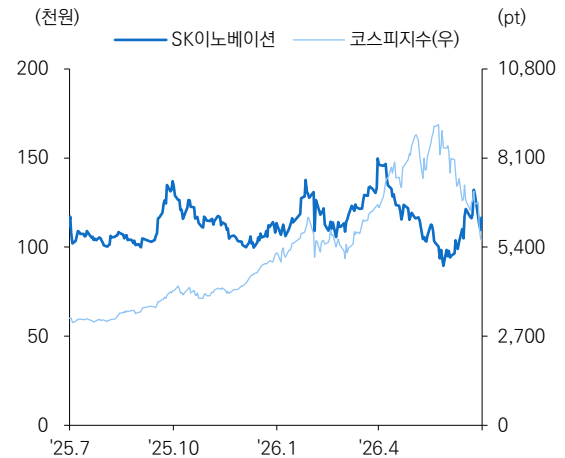
주요주주(%)

SK 외 12 인	52.09
국민연금공단	6.03

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.9	4.1	-0.5
상대주가	86.2	-2.8	-42.1

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	74,269.7	355.7	-2,260.0	-21,510	-909.3	161,813	-5.2	0.69	22.6	-9.6	178.8
2025	80,296.1	448.7	-3,347.9	-21,223	-1.3	127,962	-4.8	0.79	15.5	-14.4	190.2
2026E	103,123.3	7,966.3	2,389.3	14,133	-166.6	147,318	8.3	0.79	4.6	10.2	198.1
2027E	98,110.9	3,616.8	1,905.6	11,272	-20.2	158,507	10.3	0.74	7.2	7.3	201.7
2028E	95,982.6	3,684.6	1,992.3	11,785	4.6	170,206	9.9	0.69	6.8	7.1	191.6

SK이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	74,269.7	80,296.1	103,123.3	98,110.9	95,982.6
매출액증가율(%)	-3.9	8.1	28.4	-4.9	-2.2
매출원가	70,256.2	75,996.2	91,514.2	91,207.6	89,082.5
매출총이익	4,013.5	4,299.8	11,609.1	6,903.3	6,900.2
판매관리비	3,950.1	4,569.8	3,721.7	3,286.5	3,215.6
영업이익	355.7	448.7	7,966.3	3,616.8	3,684.6
영업이익률(%)	0.1	-0.3	7.6	3.7	3.8
금융손익	-1,713.5	-1,593.2	-1,959.7	-1,332.0	-1,289.3
총속/관계기업손익	-430.3	-245.6	201.2	295.0	295.0
기타영업외손익	-514.3	-4,478.7	78.6	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	-2,302.4	-5,868.8	6,286.4	2,419.8	2,530.3
법인세비용	-0.1	-955.0	3,721.2	635.4	665.3
당기순이익	-2,372.5	-5,436.4	2,220.1	1,770.6	1,851.2
지배주주지분 손이익	-2,260.0	-3,347.9	2,389.3	1,905.6	1,992.3

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	36,318.4	42,795.3	53,635.3	61,658.8	64,101.5
현금및현금성자산	15,865.1	16,091.6	21,303.2	30,073.8	33,190.6
매출채권	7,038.0	6,103.5	9,706.7	9,482.4	9,280.0
재고자산	10,335.6	9,558.6	9,929.5	9,700.0	9,493.0
비유동자산	74,211.7	62,813.2	63,913.3	62,658.8	61,437.2
유형자산	56,719.6	47,195.0	47,671.7	46,844.5	46,007.2
무형자산	2,937.5	2,339.4	2,236.6	2,004.8	1,797.0
투자자산	10,467.0	8,524.0	9,190.2	8,994.7	8,818.3
자산총계	110,530.1	105,608.5	117,548.6	124,317.7	125,538.8
유동부채	37,725.6	41,057.1	48,033.3	50,914.4	50,108.9
매입채무	9,912.1	9,140.3	9,723.5	9,498.8	9,296.1
단기차입금	12,051.2	7,201.7	9,589.4	11,179.4	11,259.4
유동성장기부채	6,049.9	9,372.0	9,462.9	10,202.9	9,902.9
비유동부채	33,155.6	28,159.9	30,081.4	32,198.6	32,374.0
사채	11,634.1	5,805.5	9,590.7	9,990.7	10,040.7
장기차입금	15,398.1	16,959.0	14,651.9	16,451.9	16,651.9
부채총계	70,881.2	69,217.0	78,114.6	83,113.0	82,482.9
자본금	786.0	876.1	876.1	876.1	876.1
자본잉여금	12,746.8	13,244.8	13,244.8	13,244.8	13,244.8
기타포괄이익누계액	3,093.7	2,905.2	3,625.2	3,625.2	3,625.2
이익잉여금	8,231.3	4,304.3	6,712.5	8,618.0	10,610.4
비지배주주지분	15,007.5	14,599.4	14,345.6	14,210.7	14,069.6
자본총계	39,648.9	36,391.5	39,434.0	41,204.6	43,055.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	2,232.5	2,283.1	4,971.7	6,106.5	6,100.7
당기순이익(손실)	-2,372.5	-5,436.4	2,220.1	1,770.6	1,851.2
유형자산상각비	2,124.6	2,865.3	4,522.3	3,947.2	3,877.4
무형자산상각비	329.9	370.1	254.4	231.8	207.8
운전자본의 증감	1,674.4	37.7	-2,626.7	9.8	8.8
투자활동 현금흐름	-7,295.3	-4,285.5	-3,937.8	-2,907.2	-2,848.0
유형자산의증가(CAPEX)	-10,027.9	-5,367.2	-3,606.0	-3,120.0	-3,040.0
투자자산의감소(증가)	-4,019.4	1,801.2	-690.0	195.5	176.4
재무활동 현금흐름	7,327.1	2,345.7	3,874.8	5,571.4	-135.9
차입금의 증감	16,805.1	-5,888.8	4,986.4	5,718.5	19.6
자본의 증가	2,627.6	588.0	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2,790.7	226.5	5,211.6	8,770.6	3,116.8
기초현금	13,074.4	15,865.1	16,091.6	21,303.2	30,073.8
기말현금	15,865.1	16,091.6	21,303.2	30,073.8	33,190.6

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	706,180	509,014	610,006	580,356	567,767
EPS(지배주주)	-21,510	-21,223	14,133	11,272	11,785
CFPS	20,633	22,690	72,043	46,844	46,690
EBITDAPS	26,721	23,354	75,379	46,115	45,961
BPS	161,813	127,962	147,318	158,507	170,206
DPS	2,000	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-5.2	-4.8	8.3	10.3	9.9
PCR	5.4	4.5	1.6	2.5	2.5
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.69	0.79	0.79	0.74	0.69
EBITDA(십억원)	2,810.3	3,684.1	12,743.0	7,795.8	7,769.8
EV/EBITDA	22.6	15.5	4.6	7.2	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.6	-14.4	10.2	7.3	7.1
EBITDA 이익률	3.8	4.6	12.4	7.9	8.1
부채비율	178.8	190.2	198.1	201.7	191.6
금융비용부담률	2.0	1.9	1.8	2.1	2.3
이자보상배율(x)	0.2	0.3	4.4	1.7	1.7
매출채권회전율(x)	11.5	12.2	13.0	10.2	10.2
재고자산회전율(x)	6.9	8.1	10.6	10.0	10.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

