

SK이노베이션 (096770)

SK On, 분위기 반전이 가능할까

이차전지/석유화학

Analyst 노우호

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 황현식

hyeonsig.hwang@meritz.co.kr

4Q25E Preview: 영업이익 2,867억원 추정, 컨센서스 하향 조정 중

SK이노베이션의 4Q25E 영업실적은 매출액 19.9조원, 영업이익 2,867억원을 추정한다. 이는 기존 추정 대비 (1) SK On의 EV배터리부문 매출액 및 영업적자폭 확대, (2) 정제마진 소폭 하락 영향 변수 등에 영업이익 전망치를 하향 조정한다. 당분기 SK On의 배터리부문은 매출액 1.4조원, 영업적자 -4,027억원 전망한다. 미국 EV 정책 모멘텀 소멸, EU 전동 완성차들의 전기차부문 점유율 하락, ESS에 제한된 노출도 영향에 2026~27년 영업적자가 지속될 전망이다.

2026년 정유/발전 에너지 사업은 호조, SK On 사업차질 지속 전망

2026년 석유제품별 타이트한 공급여건, 발전용 수요 증가에 견고한 정제마진 흐름이 이어지겠다. 또한 국내 석유화학 구조 재편과정에 SKGC의 P/X 스프레드 호조세 역시 긍정적이다. 2026년 관건은 SK On 배터리부문의 영업실적 하방 지지 여부이다. 그럼에도 EV 전환에 정책 강제성 소멸과 완성차 고객사들의 전략 수정으로 배터리 사업부 부진의 골이 깊어질 가능성이 높다. 2026~27년 SK On 배터리부문 영업적자 추정(AMPC 제외) -1.6조원, -1.3조원이다.

2026년 배터리 사업에 반전이 절실하나, 만만치 않은 현실

2026년 현 시점 SK On 정상화 노력 3년차, 동사에 대한 투자 의견 Hold 제시 3년 차이다. 외형성장/영업적자 축소, 연결 재무 건전성 개선 등 기업가치 Re-rating의 개연성이 뚜렷해진다면 투자 의견 상향 역시 가능하다. 현재의 배터리 사업은 후발주자로서의 한계가 명확하기에 기존 투자 의견 Hold 유지한다. 적정주가는 추정치 하향 조정 12만원에 제시한다.

Meritz Research 2026. 1. 9

Hold

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	120,000원
현재주가 (1.9)	99,700원
상승여력	20.4%

KOSPI	4,586.32pt
시가총액	168,546억원
발행주식수	16,905만주
유동주식비율	36.89%
외국인비중	12.65%
52주 최고/최저가	139,200원/81,100원
평균거래대금	457.0억원

주요주주(%)

SK 외 13 인	52.09
국민연금공단	5.00

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.0	-14.4	-21.8
상대주가	-23.2	-41.5	-57.0

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	77,288.5	1,903.9	256.3	2,658	-83.9	217,879	52.8	0.6	10.1	1.2	169.3
2024	74,717.0	315.5	-2,260.0	-21,510	-909.3	161,813	-5.2	0.7	22.9	-9.6	178.8
2025E	80,959.5	398.0	-1,090.3	-6,928	-67.8	149,093	-14.6	0.7	17.3	-4.4	180.7
2026E	78,344.8	1,097.6	-91.3	-553	-92.0	146,598	-180.2	0.7	15.5	-0.4	195.7
2027E	76,891.4	1,343.9	-85.8	-521	-5.8	144,135	-191.3	0.7	14.6	-0.3	212.8

표1 4Q25E Preview 테이블

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 추정치	(% diff.)
매출액	19,973.1	19,405.7	2.9	20,533.2	-2.7	20,052.6	-0.4	20,160.1	-0.9
영업이익	286.7	159.9	79.3	573.5	-50.0	332.0	-13.6	566.1	-49.4
세전이익	22.3	-1,140.7	흑전	69.0	-67.7	-41.6	흑전	302.1	-92.6
순이익(지배주주)	18.7	-1,031.0	흑전	-107.9	흑전	-24.3	흑전	254.0	-92.6
영업이익률(%)	1.4	0.8		2.8		1.7		2.8	
세전이익률(%)	0.1	-5.9		0.3		-0.2		1.5	
순이익률(%)	0.1	-5.3		-0.5		-0.1		1.3	

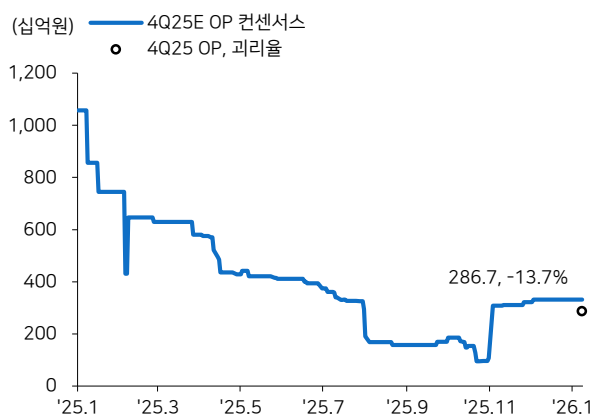
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK이노베이션 2025년 · 2026년 실적 추정치 변경

(십억원)	2025E			2026E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	80,959.5	81,146.5	-0.2	78,344.8	79,953.5	-2.0
영업이익	398.0	677.4	-41.2	1,097.6	2,529.8	-56.6
세전이익	-1,501.9	-1,222.1	적자확대	-108.2	1,337.4	적전
순이익(지배주주)	-1,090.3	-855.0	적자확대	-91.3	1,127.4	적자축소
영업이익률(%)	0.5	0.8		1.4	3.2	
세전이익률(%)	-1.9	-1.5		-0.1	1.7	
순이익률(%)	-1.3	-1.1		-0.1	1.4	

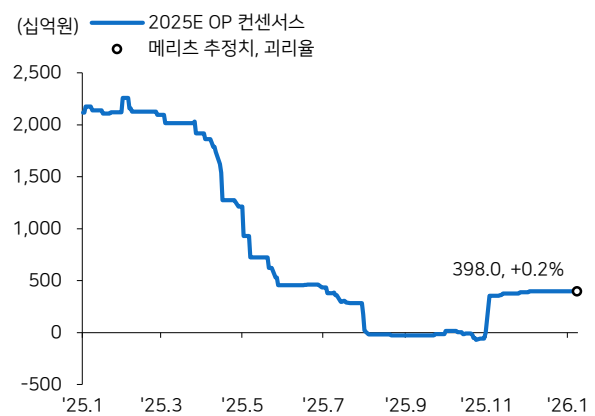
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25E 영업이익, 컨센서스 13.7% 하회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 부합 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 SK이노베이션 분기 및 연간 실적 Table

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	21,146.6	19,306.6	20,533.2	19,973.1	20,437.1	20,493.7	18,855.5	18,558.5	74,717.0	80,959.5	78,344.8
석유	11,918.1	11,389.7	12,442.1	11,364.2	11,787.5	12,057.9	10,256.3	9,795.5	49,839.9	47,114.1	43,897.1
화학	2,477.0	2,314.9	2,415.2	2,460.8	2,514.7	2,530.7	2,556.8	2,487.2	10,351.7	9,668.0	10,089.4
SK IET	58.2	69.9	79.1	63.3	62.9	65.4	69.3	65.1	223.4	270.5	262.7
광구	383.1	341.7	320.0	302.9	320.4	326.5	253.5	253.7	1,476.7	1,347.7	1,154.1
E&S	3,752.1	3,490.2	2,527.8	3,249.5	3,364.0	3,153.7	3,251.9	3,420.1	2,353.7	13,019.5	13,189.7
SK On(배터리)	1,605.4	2,107.7	1,807.9	1,434.9	1,297.0	1,276.3	1,388.7	1,461.8	6,266.6	6,955.9	5,423.8
엔무브	972.2	1,043.2	980.5	1,097.6	1,090.7	1,083.1	1,079.2	1,075.2	4,235.4	4,093.5	4,328.2
영업이익	-44.6	-417.6	573.5	286.7	233.3	290.6	244.9	328.8	315.5	398.0	1,097.6
%OP	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.4%	1.1%	1.4%	1.3%	1.8%	0.4%	0.5%	1.4%
석유	36.3	-149.3	304.2	164.3	153.8	195.4	123.6	171.1	461.1	355.5	643.9
화학	-114.3	-81.6	-36.8	38.4	51.4	72.0	91.2	104.1	125.3	-194.3	318.7
SK IET	-69.6	-53.1	-47.2	-20.5	-19.6	-17.4	-13.9	-13.1	-280.0	-190.4	-64.0
광구	120.4	109.0	89.3	72.7	76.9	78.4	60.8	60.9	573.4	391.4	277.0
E&S	193.1	178.0	255.4	221.0	228.8	198.7	201.6	218.9	123.4	847.5	847.9
SK On(배터리)	-299.3	-66.4	-124.8	-402.7	-444.9	-417.6	-395.7	-386.3	-1,127.0	-893.2	-1,644.6
AMPC 반영	170.8	173.2	143.3	115.0	93.8	93.6	93.6	93.6	292.4	602.3	374.7
엔무브	121.4	91.4	170.6	98.6	93.1	87.6	83.6	79.6	686.7	481.9	344.0
%OP(배터리)	-1.4%	-0.3%	-0.6%	-2.0%	-2.2%	-2.0%	-2.1%	-2.1%	-1.5%	-1.1%	-2.1%
영업이익-AMPC	-470.1	-239.6	-268.1	-517.7	-538.7	-511.3	-489.4	-480.0	-1,419.4	-1,495.5	-2,019.4
세전이익	-332.4	-1,260.8	69.0	22.3	-47.9	-3.2	-58.5	1.5	-2,379.7	-1,501.9	-108.2
순이익(지배주)	-229.0	-772.2	-107.9	18.7	-40.6	-2.7	-49.2	1.3	-2,293.1	-1,090.3	-91.3
%YoY											
매출액	9.0	2.7	16.3	2.9	-3.4	6.1	-8.2	-7.1	-3.3	8.4	-3.2
영업이익	적전	적자확대	흑전	79.3	흑전	흑전	-57.3	14.7	-83.4	26.1	175.8
세전이익	적자축소	적자확대	흑전	흑전	적자축소	적자축소	적전	-93.3	적전	적전	적전
순이익(지배)	적자축소	적자확대	적자축소	흑전	적자축소	적자축소	적자축소	-93.3	적전	적전	적전
%QoQ											
매출액	9.0	-8.7	6.4	-2.7	2.3	0.3	-8.0	-1.6			
영업이익	적전	적자확대	흑전	-50.0	-18.6	24.6	-15.8	34.3			
세전이익	적자축소	적자확대	흑전	-67.7	적전	적자축소	적자확대	흑전			
순이익(지배)	적자축소	적자확대	적자축소	흑전	적전	적자축소	적자확대	흑전			

자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

표4 SK이노베이션의 적정주가 변경 내역

사업가치 (A)	EBITDA('26E)	Fair Value
석유	923	7,202
화학	923	5,078
엔무브	1,106	11,058
광구	553	2,377
배터리 및 기타	2,577	25,050
SK E&S	270	2,700
자산가치 (B)		BV/시가
매도가능 금융자산		200
총 기업가치 (C=A+B)		53,666
순차입금/보증 (D)		42,159
우선주가치 (E)		201
적정 시가총액 (C-D-E)		11,306
발행주식수 (천주)		95,275
적정 주당 주주가치 (원)		120,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	77,288.5	74,717.0	80,959.5	78,344.8	76,891.4
매출액증가율(%)	-1.0	-3.3	8.4	-3.2	-1.9
매출원가	72,274.5	70,678.0	77,139.8	74,621.0	72,970.5
매출총이익	5,014.0	4,039.0	3,819.7	3,723.9	3,920.9
판매관리비	3,727.2	4,015.9	4,039.0	2,626.3	2,576.9
영업이익	1,903.9	315.5	398.0	1,097.6	1,343.9
영업이익률(%)	1.7	0.0	-0.3	1.4	1.7
금융손익	-934.8	-1,747.2	-1,410.2	-1,322.1	-1,561.8
종속/관계기업손익	133.0	-430.3	64.1	295.0	295.0
기타영업외손익	-170.0	-517.8	-549.1	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	932.2	-2,379.8	-1,497.3	-89.5	-82.9
법인세비용	377.3	-7.4	-265.0	-23.5	-21.6
당기순이익	554.9	-2,372.5	-1,235.7	-79.8	-75.0
지배주주지분 순이익	256.3	-2,260.0	-1,090.3	-91.3	-85.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	5,367.9	2,232.5	3,660.7	3,773.6	4,537.7
당기순이익(손실)	554.9	-2,372.5	-1,235.7	-79.8	-75.0
유형자산상각비	1,821.3	2,124.6	2,976.6	3,317.4	3,904.0
무형자산상각비	208.7	329.9	350.3	291.7	256.7
운전자본의 증감	3,766.2	1,674.4	877.0	-167.8	-7.3
투자활동 현금흐름	-11,244.2	-7,295.3	-7,216.2	-11,541.7	-11,371.3
유형자산의증가(CAPEX)	-11,238.1	-10,027.9	-7,501.7	-12,200.0	-11,400.0
투자자산의감소(증가)	-1,073.4	-4,019.4	764.9	607.7	26.5
재무활동 현금흐름	9,490.5	7,327.1	3,077.4	5,717.1	4,936.7
차입금의 증감	3,700.5	16,805.1	2,018.4	6,462.7	5,729.7
자본의 증가	2,238.7	2,627.6	2,322.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	3,595.3	2,790.7	-626.2	-2,051.1	-1,896.9
기초현금	9,479.1	13,074.4	15,865.1	15,238.9	13,187.9
기말현금	13,074.4	15,865.1	15,238.9	13,187.9	11,291.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	33,279.6	36,318.4	33,864.8	30,494.6	28,540.1
현금및현금성자산	13,074.4	15,865.1	15,238.9	13,187.9	11,291.0
매출채권	5,929.4	7,038.0	5,938.8	5,518.2	5,499.8
재고자산	11,122.7	10,335.6	8,910.4	8,279.4	8,251.9
비유동자산	47,555.9	74,211.7	75,108.5	83,091.7	90,304.5
유형자산	35,843.4	56,719.6	58,537.2	67,419.8	74,915.8
무형자산	2,302.1	2,937.5	2,837.3	2,545.6	2,288.9
투자자산	6,730.1	10,467.0	9,696.2	9,088.5	9,061.9
자산총계	80,835.5	110,530.1	108,973.3	113,586.2	118,844.6
유동부채	29,399.2	37,725.6	35,154.0	37,706.1	41,182.1
매입채무	8,533.9	9,912.1	7,149.3	6,642.9	6,620.9
단기차입금	8,185.0	12,051.2	7,630.0	9,420.0	11,010.0
유동성장기부채	3,435.5	6,049.9	9,744.6	10,544.6	11,284.6
비유동부채	21,416.4	33,155.6	34,999.6	37,473.9	39,664.9
사채	10,003.7	11,634.1	10,005.6	10,605.6	11,005.6
장기차입금	7,711.0	15,398.1	19,234.8	21,314.8	23,114.8
부채총계	50,815.6	70,881.2	70,153.6	75,179.9	80,846.9
자본금	509.5	786.0	876.1	876.1	876.1
자본잉여금	10,395.8	12,746.8	14,979.3	14,979.3	14,979.3
기타포괄이익누계액	877.9	3,093.7	2,382.5	2,382.5	2,382.5
이익잉여금	11,252.8	8,231.3	6,776.7	6,351.8	5,932.4
비지배주주지분	7,817.3	15,007.5	13,429.0	13,440.5	13,451.3
자본총계	30,020.0	39,648.9	38,819.7	38,406.3	37,997.7

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	801,616	710,433	513,398	463,434	454,836
EPS(지배주주)	2,658	-21,510	-6,928	-553	-521
CFPS	33,786	20,633	24,928	28,572	33,291
EBITDAPS	40,801	26,339	23,621	27,842	32,561
BPS	217,879	161,813	149,093	146,598	144,135
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	0.0	1.8	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	52.8	-5.2	-14.6	-180.2	-191.3
PCR	4.2	5.4	4.1	3.5	3.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
EBITDA(십억원)	3,933.9	2,770.1	3,724.9	4,706.7	5,504.6
EV/EBITDA	10.1	22.9	17.3	15.5	14.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.2	-9.6	-4.4	-0.4	-0.3
EBITDA 이익률	5.1	3.7	4.6	6.0	7.2
부채비율	169.3	178.8	180.7	195.7	212.8
금융비용부담률	1.5	2.0	2.0	2.1	2.4
이자보상배율(x)	1.7	0.2	0.2	0.7	0.7
매출채권회전율(x)	12.7	11.5	12.5	13.7	14.0
재고자산회전율(x)	6.7	7.0	8.4	9.1	9.3

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	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.09.26	기업브리프	Buy	210,000	노우호	-35.5	-26.0	
2024.01.24	기업브리프	Buy	170,000	노우호	-30.1	-25.2	
2024.02.07	기업브리프	Buy	150,000	노우호	-19.4	-14.1	
2024.04.03	기업브리프	Hold	140,000	노우호	-22.4	-14.4	
2024.06.05	산업분석	Hold	130,000	노우호	-16.1	-6.9	
2024.08.02	기업브리프	Hold	120,000	노우호	-7.4	2.5	
2024.11.05	기업브리프	Hold	130,000	노우호	-14.6	7.1	
2025.11.05		1년 경과			-13.2	-2.7	
2026.01.09	기업브리프	Hold	120,000	노우호	-	-	