2021. 2. 1

▲ 정유/화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

RA **위정원**
02. 6454-4883
jungwon.wee@meritz.co.kr

SK이노베이션 096770

EV 배터리 가이던스 상향

- ✓ 4Q20 영업적자 -2,435억원, 연간 2.4조원 영업적자 시현
- ✓ 2020년은 신규 사업부문 성장성 확인과 부진했던 기존 사업의 충돌 구간
- ✓ EV배터리 가이던스 변경은 생산capa / 수익성 흑자전환 시점으로 요약
- ✓ 2021년은 EV배터리 사업확대, 자회사 상장, 재무구조 개선 움직임으로 압축
- ✓ 동사에 투자의견 Buy와 적정주가는 28만원 제시

Buy

적정주가 (12 개월)	**280,000 원**
현재주가 (1.29)	**280,000 원**
상승여력	**0.0%**
KOSPI	2,976.21pt
시가총액	258,904억원
발행주식수	9,247만주
유동주식비율	55.64%
외국인비중	23.49%
52주 최고/최저가	294,000원/57,300원
평균거래대금	3,222.5억원
주요주주(%)	
SK 외 1 인	33.41
국민연금공단	10.94

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	53.0	113.7	124.0
상대주가	45.0	62.5	64.5

주가그래프

4Q20 영업적자 -2,435억원 시현

동사는 전주 실적 공시를 통해 4Q20 영업적자 -2,435억원으로 연간 2.4조원의 영업적자를 빌표했다.이는 당사/시장 예상치를 하회했고, 해당 배경으로 정유 부문의 저가법 손실 반영, 석유화학 부진 장기화, 석유 개발의 페루 광구 사업 중단에 따른 손실 반영이다.

2021년 EV전지 '후발주자'에서 '선도기업'군에 합류

동사는 EV전지부문과 SK I&E Tech의 가이던스를 시장과 공유했다. EV전지의 생산capa는 2025년까지 최대 125Gw로 확대(국내 기준 2위 생산규모로 도약), 당사 추정으로 2Q22부터 분기 및 연간 첫 흑자 전환이 가능하겠다. 미국/EU의 자국내 제품 우선주의 정책 또한 유럽(헝가리), 미국(조지아)에 투자 규모를 확대 중인 동사 사업에 긍정적으로 판단한다. 또한 SK I&E Tech.는 LIBS분리막에 대한 선제적 투자를 진행 중, 연중 IPO 이벤트를 앞둔 점이 주가 모멘텀으로 판단된다.

최근 주가 강세는 EV전지 선도기업으로 입지가 강화되는 점 반영

동사의 주가는 연초이후 +47% 상승, 시장 및 경쟁사 주가 대비 outperform했다. OEM과의 신규 수주 가능성, 소송 risk 해소 기대감, 21년 재무구조 개선/기존 사업 턴어라운드 기대감이 주가 강세 배경이다. 2021년 정유/화학은 점진적 회복 흐름을 예상, EV전지 매출액은 124% 증가 추정으로 국내 경쟁사들 대비 가파른 성장의 각도를 추정한다. 21년 EV전지부문 주가 재평가 진행 중으로 투자의견 Buy와 적정주가 28만원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	54,216.5	2,103.2	1,651.1	17,748	-20.9	193,382	10.1	0.9	7.0	9.1	87.0
2019	49,876.5	1,269.3	-35.7	-428	-96.3	186,398	-350.7	0.8	9.0	-0.2	117.1
2020P	34,459.4	-2,487.3	-2,295.9	-24,829	-3,587.2	156,346	-7.7	1.2	-23.9	-14.3	158.5
2021E	39,720.3	970.8	627.9	6,768	-119.7	161,618	41.4	1.7	19.1	4.2	203.3
2022E	45,205.8	2,047.8	1,762.4	19,038	181.6	178,996	14.7	1.6	13.0	11.0	245.6

표1 SK이노베이션 4Q20실적 Review 테이블

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	**7,677.6**	11,551.8	-33.5	8,419.2	-8.8	8,473.3	-9.4	**8,675.4**	-11.5
영업이익	**-243.5**	110.5	적전	-28.9	적자확대	-143.2	적자확대	**61.0**	적전
세전이익	**-275.0**	-436.6	적자축소	12.2	적전	-96.8	적자확대	**-8.3**	적자확대
순이익(지배주주)	**-254.0**	-530.7	적자축소	-23.7	적자확대	-122.9	적자확대	**-9.2**	적자확대
영업이익률(%)	**-3.2**	1.0		-0.3		-1.7		**0.7**	
순이익률(%)	**-3.3**	-4.6		-0.3		-1.5		**-0.1**	

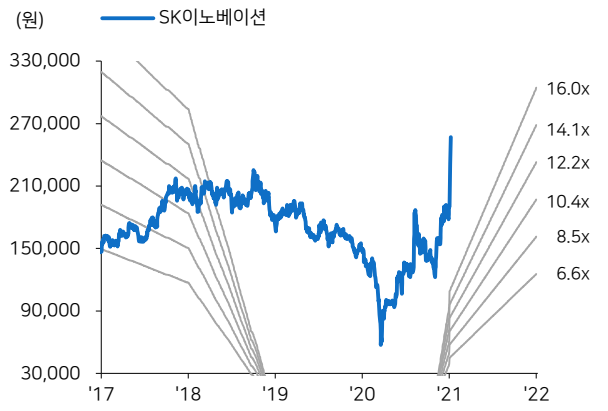
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK이노베이션 분기별 추정 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	**11,163.0**	**7,199.6**	**8,419.2**	**7,677.6**	**8,559.9**	**10,495.0**	**10,437.2**	**10,228.1**	**34,459.4**	**39,720.2**	**45,205.8**
석유	8,033.1	4,517.7	5,317.9	4,769.2	4,774.7	6,584.2	6,505.2	6,193.0	22,637.9	24,057.1	26,282.0
화학	1,972.2	1,680.5	1,782.0	1,619.4	2,029.0	2,075.6	2,089.0	2,153.1	7,054.1	8,346.7	10,053.7
루브리컨츠	641.8	475.2	602.3	652.0	767.9	771.4	775.6	768.2	2,371.3	3,083.1	3,033.4
석유개발	134.3	78.3	127.6	14.0	39.8	40.1	38.5	39.8	354.2	158.2	142.3
EV배터리	288.8	338.2	486.0	497.2	840.9	915.1	913.5	949.2	1,610.2	3,618.7	5,109.9
I&E Tech/기타	96.1	96.1	96.1	96.1	107.7	108.6	115.4	125.0	384.4	456.7	584.4
영업이익	**-1,775.2**	**-439.7**	**-28.9**	**-243.5**	**-59.3**	**227.8**	**357.1**	**445.3**	**-2,487.3**	**970.9**	**2,047.9**
%OP	-15.9%	-6.1%	-0.3%	-3.2%	-0.7%	2.2%	3.4%	4.4%	-7.2%	2.4%	4.5%
석유	-1,636.0	-432.9	38.6	-192.5	-51.4	145.7	221.8	284.8	-2,222.8	600.9	1,177.4
화학	-89.8	68.2	-53.4	-46.2	18.0	59.5	67.7	60.6	-121.2	205.8	254.9
루브리컨츠	28.9	37.4	70.6	125.3	90.8	91.2	91.7	90.9	262.2	364.6	314.9
석유개발	-45.3	11.8	18.0	1.6	9.5	9.6	9.2	9.5	-13.9	37.8	34.2
EV배터리	-104.0	-115.0	-97.2	-108.9	-155.9	-108.8	-69.2	-31.0	-425.1	-364.9	114.7
I&E Tech/기타	27.0	43.7	29.9	25.3	29.7	30.6	35.9	30.4	125.9	126.6	151.8
세전이익	**-2,047.2**	**-480.4**	**12.2**	**-275.0**	**-149.4**	**132.7**	**257.9**	**328.5**	**-2,790.4**	**569.7**	**1,585.5**
순이익(지배주주)	**-1,558.0**	**-351.8**	**-23.7**	**-254.0**	**-168.9**	**146.1**	**284.0**	**366.6**	**-2,187.5**	**627.8**	**1,762.4**
%YoY											
매출액	-13.1	-45.1	-32.0	-33.5	-23.3	45.8	24.0	33.2	-30.9	15.3	13.8
영업이익	적전	적전	적전	적전	적자축소	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	110.9
세전이익	적전	적전	-95.1	적자축소	적자축소	흑전	2,013.9	흑전	적전	흑전	178.3
순이익(지배)	적전	적전	적전	적자축소	적자축소	흑전	흑전	흑전	적자확대	흑전	180.7
%QoQ											
매출액	-3.4	-35.5	16.9	-8.8	11.5	22.6	-0.6	-2.0			
영업이익	적전	적자축소	적자축소	적자확대	적자축소	흑전	56.8	24.7			
세전이익	적자확대	적자축소	흑전	적전	적자축소	흑전	94.3	27.4			
순이익(지배)	적자확대	적자축소	적자축소	적자확대	적자축소	흑전	94.4	29.1			

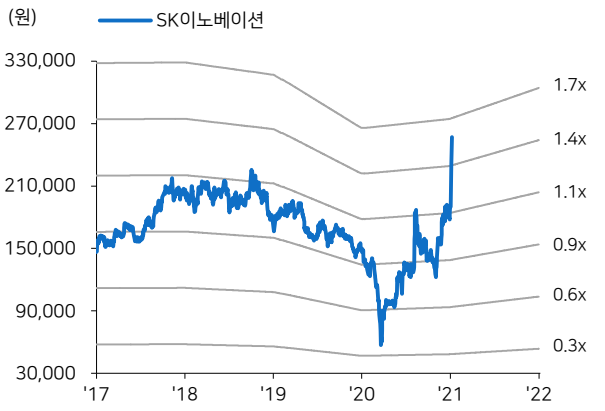
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



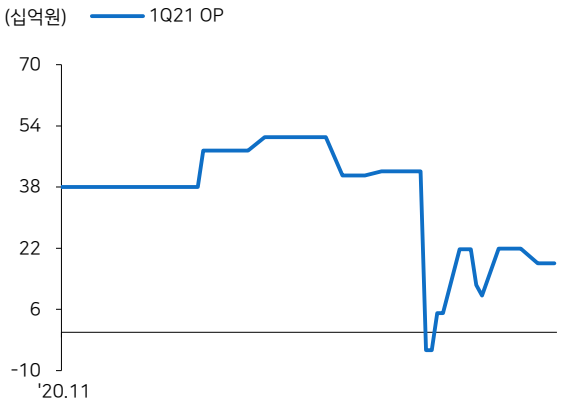
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



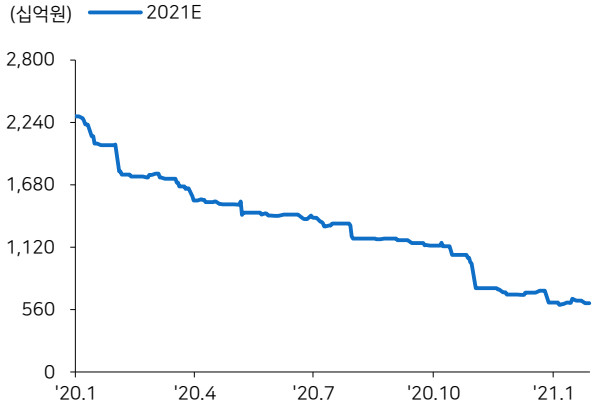
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK이노베이션 1Q21 영업이익 컨센서스 추이



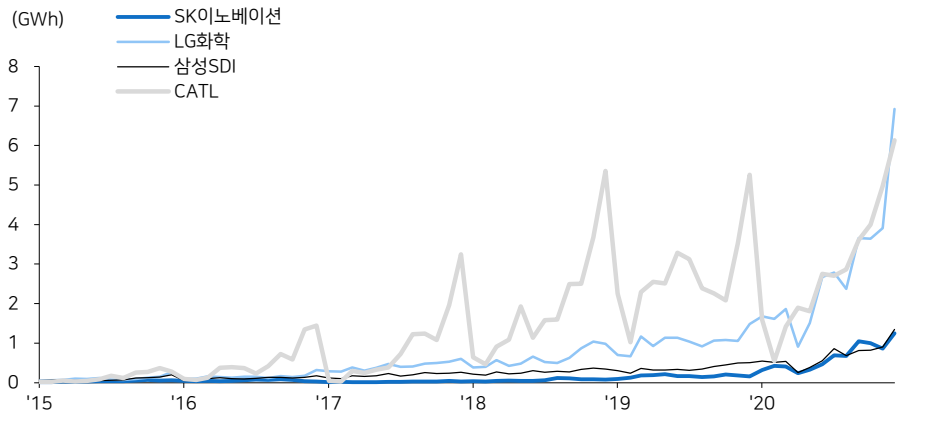
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK이노베이션 연간 영업이익 컨센서스 추이



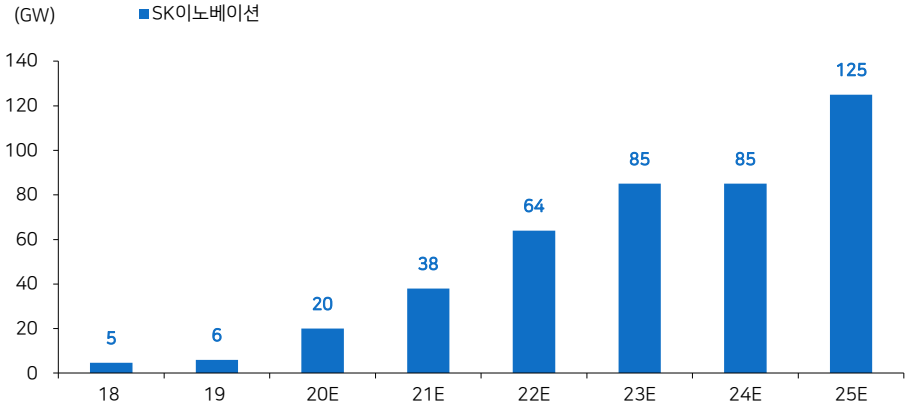
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 2차전지 기업별 배터리 출하량



자료: SNE, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SK이노베이션 EV전지 Capacity 계획



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 EV 배터리 셀 기업 Valuation 테이블

구분	PER(배)			PBR(배)			EV/EBITDA(배)			ROE(%)		
	2020P	2021E	2022E	2020P	2021E	2022E	2020P	2021E	2022E	2020P	2021E	2022E
SK이노베이션	-7.7	41.4	14.7	1.2	1.7	1.6	-23.9	19.1	13	-14.3	4.2	11
LG화학	69.3	27.4	25	3.7	3.8	3.5	15.4	12.3	11.1	5.3	13.6	13.6
삼성SDI	84.8	45.1	36.8	4	3.7	3.3	29.2	21.4	18	4.8	8.3	9.4
CATL	170.3	119.1	90	15.7	14	12.5	80.9	58.4	44.2	10.2	12.5	14.3
평균	**79.1**	**58.2**	**41.6**	**6.1**	**5.8**	**5.2**	**25.4**	**27.8**	**21.5**	**1.5**	**9.6**	**12.0**

주: LG화학 및 SK이노베이션은 당사 추정치
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	**54,216.5**	**49,876.5**	**34,459.4**	**39,720.3**	**45,205.8**
매출액증가율 (%)	17.4	-8.0	-30.9	15.3	13.8
매출원가	50,251.2	46,745.6	35,159.8	37,421.6	41,643.0
매출총이익	3,965.3	3,130.9	-700.5	2,298.7	3,562.8
판매관리비	1,862.2	1,861.6	1,786.9	1,327.9	1,515.0
영업이익	**2,103.2**	**1,269.3**	**-2,487.3**	**970.8**	**2,047.8**
영업이익률	3.9	2.5	-7.2	2.4	4.5
금융손익	232.1	-547.1	-663.3	-517.4	-578.6
종속/관계기업손익	155.2	54.2	56.4	295.0	295.0
기타영업외손익	-102.9	-400.0	224.4	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	2,387.5	376.5	-2,869.8	588.4	1,604.2
법인세비용	701.5	310.7	-637.6	146.7	389.9
당기순이익	**1,699.1**	**65.8**	**-2,160.9**	**427.6**	**1,200.2**
지배주주지분 순이익	1,651.1	-35.7	-2,295.9	627.9	1,762.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**1,699.5**	**1,825.8**	**1,287.0**	**1,041.9**	**2,437.4**
당기순이익(손실)	1,699.1	65.8	-2,160.9	427.6	1,200.2
유형자산상각비	833.7	1,083.0	1,127.6	1,136.6	1,289.0
무형자산상각비	92.9	125.2	108.7	123.1	109.5
운전자본의 증감	-1,158.2	535.3	2,905.8	-645.3	-161.3
투자활동 현금흐름	**-2,469.4**	**-3,166.8**	**-2,953.9**	**-6,038.8**	**-4,988.7**
유형자산의증가(CAPEX)	-1,271.5	-2,576.6	-3,817.1	-4,320.0	-4,480.0
투자자산의감소(증가)	-451.6	-833.5	66.9	-1,297.1	-383.9
재무활동 현금흐름	**604.3**	**1,686.1**	**4,351.7**	**5,153.1**	**8,468.1**
차입금의 증감	2,400.5	4,236.8	5,167.4	5,186.5	8,601.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-152.0	370.4	2,712.2	156.2	5,916.9
기초현금	1,977.6	1,825.6	2,196.0	4,908.2	5,064.3
기말현금	1,825.6	2,196.0	4,908.2	5,064.3	10,981.2

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	16,634.7	17,352.8	14,920.0	18,402.0	25,303.1
현금및현금성자산	1,825.6	2,196.0	4,908.2	5,064.3	10,981.2
매출채권	4,413.9	4,138.3	2,571.8	3,426.1	3,678.9
재고자산	6,151.9	6,495.2	4,137.7	5,512.3	5,919.1
비유동자산	19,218.7	22,173.3	25,164.6	29,522.0	32,987.4
유형자산	13,685.0	15,462.4	18,288.9	21,472.4	24,663.4
무형자산	2,007.0	1,118.9	1,393.5	1,270.5	1,161.0
투자자산	3,427.0	4,314.7	4,244.3	5,541.4	5,925.2
자산총계	**35,853.4**	**39,526.1**	**40,084.6**	**47,923.9**	**58,290.4**
유동부채	8,866.6	10,456.4	11,190.0	16,086.7	21,948.7
매입채무	4,588.3	4,928.2	2,836.0	3,778.1	4,056.9
단기차입금	153.7	1,132.0	2,501.9	3,361.9	6,161.9
유동성장기부채	1,213.9	1,378.6	1,804.8	3,004.8	4,204.8
비유동부채	7,812.5	10,860.1	13,386.0	16,034.9	19,473.0
사채	5,471.4	7,176.5	8,521.9	9,241.9	10,441.9
장기차입금	1,174.8	1,667.2	3,523.0	5,323.0	7,523.0
부채총계	**16,679.1**	**21,316.4**	**24,576.0**	**32,121.6**	**41,421.7**
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,765.8	5,765.8	5,765.8	5,765.8	5,765.8
기타포괄이익누계액	97.0	194.9	284.2	284.2	284.2
이익잉여금	12,928.5	12,175.2	9,765.5	10,259.6	11,888.2
비지배주주지분	1,051.6	741.5	856.8	656.5	94.3
자본총계	**19,174.3**	**18,209.6**	**15,508.6**	**15,802.4**	**16,868.8**

Key Financial Data

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	586,343	539,407	372,673	429,568	488,893
EPS(지배주주)	17,748	-428	-24,829	6,768	19,038
CFPS	39,974	21,855	-12,639	25,429	38,578
EBITDAPS	32,767	26,794	-13,530	24,122	37,271
BPS	193,382	186,398	156,346	161,618	178,996
DPS	8,000	3,000	0	1,600	1,600
배당수익률(%)	4.5	2.0	0.0	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	10.1	-350.7	-7.7	41.4	14.7
PCR	4.5	6.9	-15.0	11.0	7.3
PSR	0.3	0.3	0.5	0.7	0.6
PBR	0.9	0.8	1.2	1.7	1.6
EBITDA	3,029.8	2,477.6	-1,251.1	2,230.5	3,446.3
EV/EBITDA	7.0	9.0	-23.9	19.1	13.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.1	-0.2	-14.3	4.2	11.0
EBITDA 이익률	5.6	5.0	-3.6	5.6	7.6
부채비율	87.0	117.1	158.5	203.3	245.6
금융비용부담률	0.5	0.7	1.1	1.4	1.4
이자보상배율(x)	8.1	3.7	-6.7	1.7	3.2
매출채권회전율(x)	11.7	11.7	10.3	13.2	12.7
재고자산회전율(x)	8.9	7.9	6.5	8.2	7.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

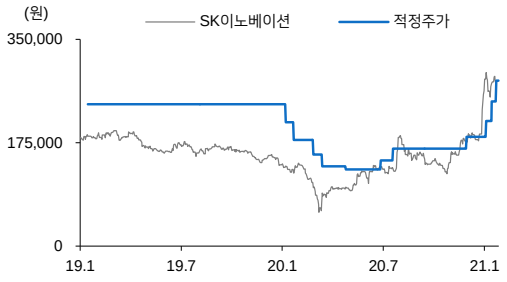
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 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	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.02.01	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-30.2	-18.5
2020.01.20	산업분석	Buy	210,000	노우호	-38.1	-35.5
2020.02.03	기업브리프	Buy	180,000	노우호	-29.3	-21.9
2020.03.09	산업브리프	Buy	155,000	노우호	-48.4	-35.2
2020.03.25	산업브리프	Buy	135,000	노우호	-30.3	-25.6
2020.05.06	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-9.7	5.0
2020.07.07	기업브리프	Buy	145,000	노우호	-10.6	-6.9
2020.07.29	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-7.9	13.3
2020.12.07	산업브리프	Buy	185,000	노우호	8.5	53.0
2021.01.11	산업브리프	Buy	212,000	노우호	28.6	38.7
2021.01.21	산업브리프	Buy	245,000	노우호	14.7	17.3
2021.02.01	기업브리프	Buy	280,000	노우호	-	-

주가 및 적정주가 변동추이