

2021. 9. 10



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

Buy

적정주가 (12개월)	365,000 원
현재주가 (9.9)	247,000 원
상승여력	47.8%
KOSPI	3,114.70pt
시가총액	228,390억원
발행주식수	9,247만주
유동주식비율	55.64%
외국인비중	22.97%
52주 최고/최저가	317,500원/122,500원
평균거래대금	1,855.3억원
주요주주(%)	
SK 외 6 인	33.41
국민연금공단	8.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.7	7.4	69.2
상대주가	7.5	2.6	29.0

주가그래프



SK이노베이션 096770

EV 배터리부문 Valuation 프리미엄

- ✓ 9/16 주총 Preview: (1) 분할계획서 승인, (2) 정관 개정안 → 단기간 내 IPO 계획 없고, 22년 이후 현물배당 지급 노력
- ✓ 누적되는 EV 배터리 생산 경험치와 신규 수주 급증으로 Top-tier 위상 공고히
- ✓ SK이노베이션과 Value-chain 기업들의 투자 가속화로 Valuation 확장 국면
- ✓ 정유업황은 Re-opening 움직임으로 수익성 반등 구간 진입
- ✓ 하반기 정유/화학 커버리지 최선호주 기업으로 제시

21.9월 주총 Preview: EV배터리/광구 분할계획서 승인과 정관 개정

동사는 9월 16일 주주총회를 앞두고 있다. 해당 행사 안건은 (1) 자회사 분할 계획서 승인: EV배터리와 광구에 대한 물적분할, (2) 정관 변경: 자회사 현물배당 지급 등이다. 작년 LGES의 물적분할 결정 이후 주가 급락 사례와 마찬가지로 동사에 대한 위축된 투자심리는 여전하다. 단, 동사는 (1) 적어도 1년 내에 IPO 계획이 없고, (2) 22년부터 자회사 현물배당 지급 가능성으로 경쟁사 대비 차별화된 주주친화적 대응을 하는 점이다. 단기간 내에 EV배터리 신설법인에 보유 지분을 변화가 없다는 점은 주가 할인을 적용과 거리두기가 필요해보인다.

EV배터리부문 Valuation 확장 구간, 적극적 매수 전략으로 대응 필요

전일 동사의 주요 고객사는 10조원 규모의 양극재 공급 계약 공시를 발표했다. 연간 11만톤 공급 계약으로 동사의 북미 생산공장(조지아 No.1~2 및 Ford JV)에 도달한다.

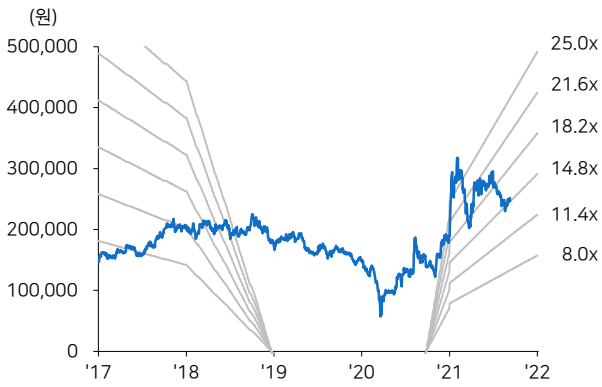
현 시점 동사에 매수전략을 제시하는 바는 EV배터리부문의 Valuation 확대 구간 및 본업의 수익성 회복 구간에 진입한 점이다.

- (1) 중국 전기차 샤오펑(Xpeng)과 공급 계약 체결의 함의: NCM의 가격 경쟁력 확보(LFP와 유사한 점으로 추정)와 배터리의 공급 shortage이다. 21년 연간 OEM들의 발주규모는 약 160조원, 대응 가능한 배터리 기업들의 capa를 고려하면 Bargain Power는 배터리 기업으로 기울고 있다.
- (2) EV배터리의 가이던스 상향: 동사의 중장기 생산capa는 25년 200Gw+, 30년 300Gw+로 시장과 소통했다. 북미 추가 투자 및 Ford JV의 유럽진출 가능성까지 열려있어 생산capa/수주 가이던스의 추가 상향 가능성이 높다.
- (3) 신규 폼팩터로 추가 수주 대응: 21년 하반기 확정될 폭스바겐의 MPE 플랫폼 발주에 동사는 각형의 폼팩터로 참여 가능성이 높다. 동사는 기존 생산라인의 설비 전환으로 23년 양산 가시성을 확보할 계획이다.
- (4) Post Covid-19에 수요 회복은 정제마진 반등으로 연결. 운송용 수요의 추세적 반등 구간이다.

동사에 대해 커버리지 최선호주로 제시

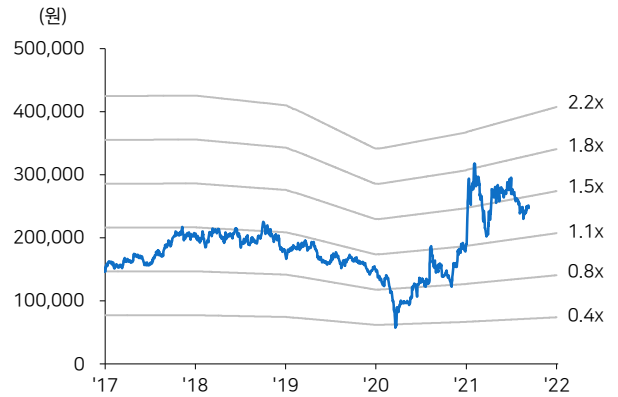
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	49,306.9	1,113.7	-35.7	-428	-96.3	186,398	-350.7	0.8	9.7	-0.2	117.1
2020	34,164.5	-2,568.8	-2,172.8	-23,498	-3,564.3	155,153	-8.1	1.2	-23.7	-13.6	149.0
2021E	44,035.8	2,249.9	911.3	9,833	-141.4	167,163	25.1	1.5	10.1	6.0	210.4
2022E	49,021.5	2,730.6	1,821.5	19,677	100.1	185,172	12.6	1.3	9.4	11.0	219.3
2023E	51,049.8	2,953.9	1,900.5	20,532	4.3	204,024	12.0	1.2	9.0	10.4	211.5

그림1 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드 차트



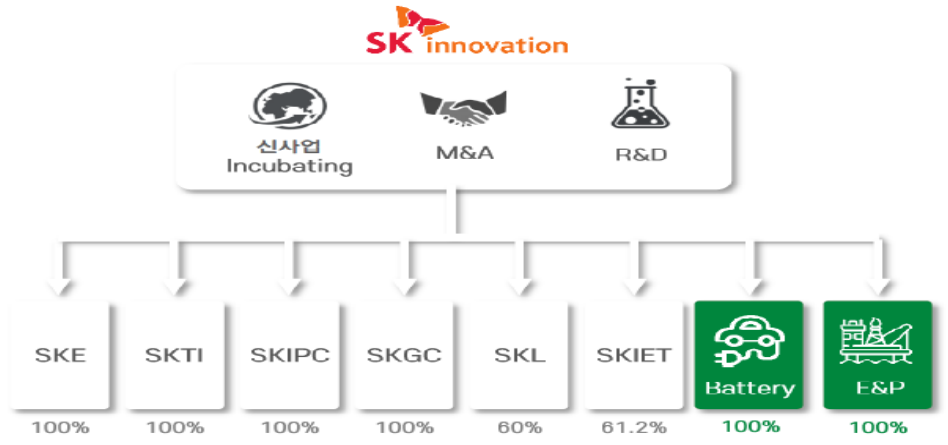
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드 차트



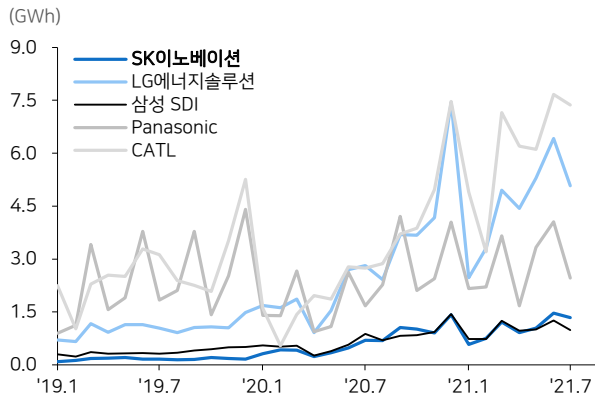
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK이노베이션의 분할 이후 사업부문 변화



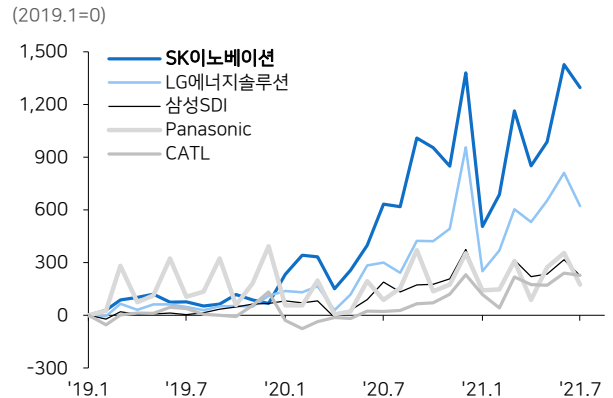
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림4 EV배터리 월별 출하량



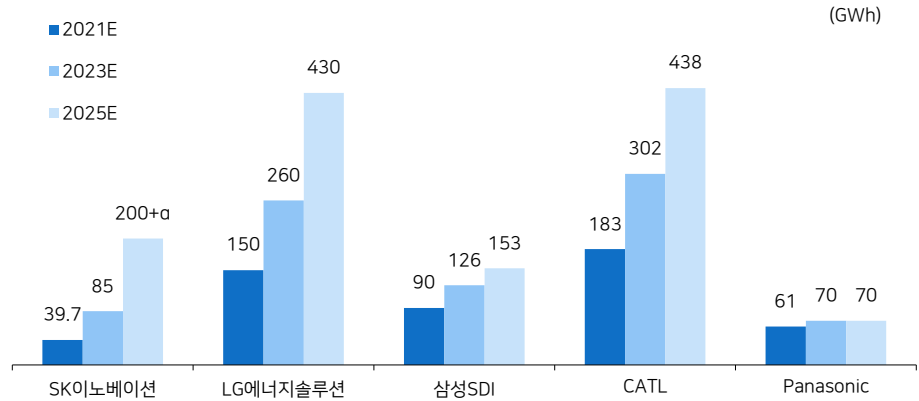
자료: SNE Research, 메리츠증권 리서치센터

그림5 EV배터리 월별 출하량 증가율



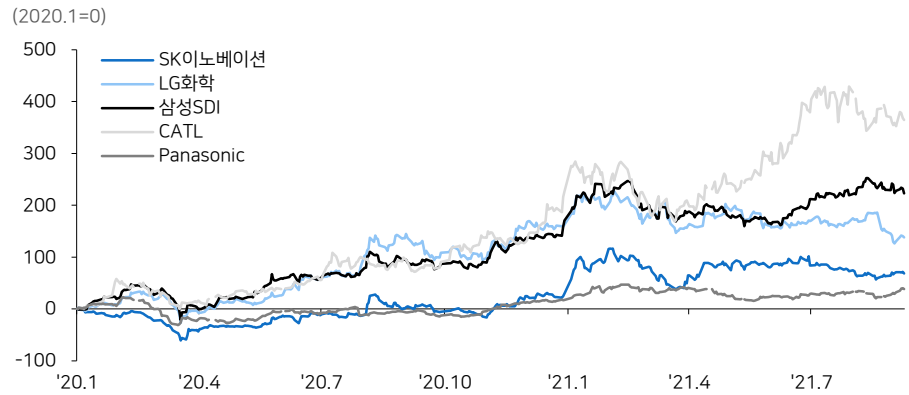
자료: SNE Research, 메리츠증권 리서치센터

그림6 EV배터리 생산기업 별 CAPA 전망



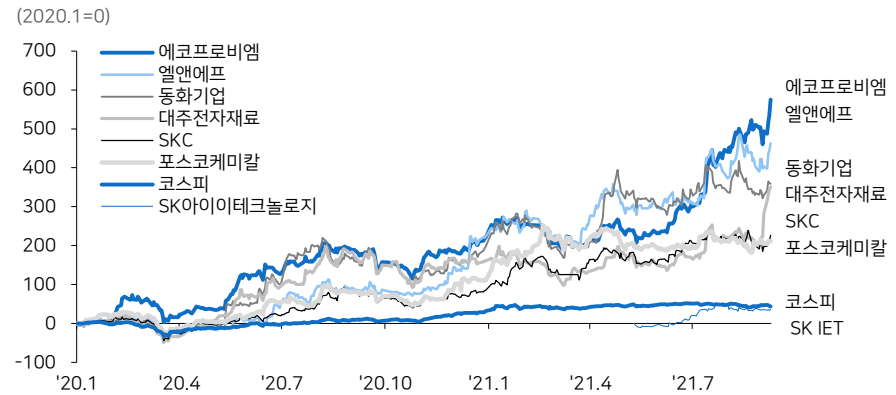
자료: 각 회사 발표자료, 메리츠증권 리서치센터

그림7 EV배터리 생산기업 2020년 이후 주가 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 EV배터리 소재기업 2020년 이후 주가 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 EV배터리 밸류체인 별 Multiple 비교													
구분	기업명	P/E(배)			P/B(배)			ROE(%)			EV/EBITDA		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
배터리셀	SK이노베이션	36.2	18.7	17.2	1.4	1.3	1.2	4.4	7.6	7.6	10.2	9.7	9.0
	LG에너지솔루션	13.5	17.1	14.8	2.6	2.3	2.1	20.9	14.2	14.6	7.1	7.6	6.7
	삼성SDI	45.5	35.0	29.0	3.6	3.3	3.0	8.3	9.8	10.9	22.5	17.8	14.9
	Panasonic	13.9	12.2	11.4	1.2	1.1	1.1	9.2	9.9	9.8	5.5	5.0	4.4
	CATL	111.4	69.2	49.7	15.6	12.3	9.9	14.4	19.4	21.4	60.7	38.1	27.5
	BYD	149.3	103.3	77.4	10.7	9.9	8.9	8.1	10.5	11.9	35.9	28.9	24.6
	평균	61.6	42.6	33.3	5.9	5.0	4.4	10.9	11.9	12.7	23.7	17.9	14.5
양극재	포스코케미칼	84.8	74.0	54.4	5.0	5.0	4.6	8.2	7.0	9.2	47.9	38.7	30.1
	에코프로비엠	83.1	53.1	34.8	13.6	9.8	7.7	17.1	21.1	25.5	50.8	32.5	21.9
	엘앤에프	249.5	43.1	25.8	8.0	6.8	5.4	4.6	21.9	26.7	77.7	28.7	19.1
	코스모신소재	73.3	45.3	26.7	6.9	6.0	4.9	9.9	14.2	20.2	-	-	-
	Umicore	18.7	21.3	20.8	4.3	3.8	3.5	25.0	18.2	16.0	11.2	11.8	11.4
	Beijing Easpring	50.6	39.4	30.7	8.4	6.9	5.7	16.7	17.7	18.5	39.5	30.6	24.3
	Ningbo Shanshan	32.7	23.2	19.5	3.8	3.3	2.9	10.9	13.5	13.4	20.0	13.2	10.8
	Huayou cobalt	46.2	35.2	26.5	8.3	7.0	5.8	20.0	20.1	21.6	28.9	22.3	17.6
	GEM	49.3	34.7	25.1	4.3	3.8	3.3	8.8	11.1	13.5	24.7	19.9	15.2
	Sumitomo Metal Mining	8.0	8.7	10.3	1.0	0.9	0.9	12.9	9.5	8.4	8.4	7.9	9.2
	Nichia	11.2	10.8	10.5	1.3	1.2	1.1	12.3	11.8	11.2	7.0	6.7	6.3
Mitsui	5.7	6.9	6.4	0.9	0.8	0.7	16.0	12.0	11.8	5.2	5.2	4.8	
평균	59.4	33.0	24.3	5.5	4.6	3.9	13.5	14.8	16.3	29.2	19.8	15.5	
음극재	포스코케미칼	84.8	74.0	54.4	5.0	5.0	4.6	8.2	7.0	9.2	47.9	38.7	30.1
	대주전자재료	76.2	57.2	39.7	11.8	9.7	7.8	17.4	19.3	22.6	48.8	34.7	31.9
	Ningbo Shanshan	32.7	23.2	19.5	3.8	3.3	2.9	10.9	13.5	13.4	20.0	13.2	10.8
	Showa Denko	91.5	9.2	6.3	1.0	0.9	0.8	1.0	10.2	14.3	7.5	6.2	5.7
	Mitsubishi	11.2	10.8	9.7	1.1	1.0	0.9	10.4	10.5	10.4	7.0	6.8	6.3
	Hitachi	10.7	11.6	10.8	1.6	1.4	1.3	16.1	12.5	12.4	7.1	6.7	6.0
	평균	51.2	31.0	23.4	4.1	3.6	3.1	10.7	12.2	13.7	23.1	17.7	15.1
분리막	SK아이이테크놀로지	100.8	63.0	48.3	6.7	6.2	5.5	8.5	10.2	12.1	46.7	29.7	23.0
	Yunnan Energy	108.2	69.4	51.7	18.5	15.1	12.2	17.4	21.5	23.4	69.5	48.1	37.8
	W-socpe	35.0	6.5	5.1	2.7	1.9	1.4	9.9	34.9	31.6	10.1	5.0	3.8
	Ashai Kasei	10.8	11.7	11.0	1.1	1.0	0.9	10.2	8.9	9.0	6.3	5.9	5.4
	Toray Industries	13.3	11.6	10.2	0.9	0.9	0.8	6.9	7.5	8.0	8.0	7.2	6.5
	평균	53.6	32.4	25.3	6.0	5.0	4.2	10.6	16.6	16.8	28.1	19.2	15.3
전해액	동화기업	23.4	19.7	17.3	2.4	2.1	1.9	11.2	11.6	11.7	11.7	10.0	8.9
	솔브레인	12.8	10.4	9.1	3.2	1.2	1.0	29.3	27.6	25.1	7.3	5.5	4.4
	천보	62.3	43.1	29.3	10.0	8.1	6.4	16.9	21.0	24.5	40.0	28.3	20.3
	후성	85.8	38.5	30.5	7.4	6.2	5.2	8.6	17.5	18.2	33.3	3.1	16.3
	Mitsubishi chemical	11.2	10.8	9.7	1.1	1.0	0.9	10.4	10.5	10.4	7.0	6.8	6.3
	CentralGlass	25.4	11.4	10.8	0.5	0.5	0.5	2.1	4.6	4.7	6.7	5.6	5.4
	Tinci materials	64.5	42.0	33.2	22.9	15.6	11.1	38.4	38.6	34.2	47.4	31.6	24.4
	Capchem	59.8	42.7	33.4	9.9	8.2	6.8	17.4	20.1	21.1	43.7	31.0	24.1
평균	43.2	27.3	21.7	7.2	5.4	4.2	16.8	18.9	18.7	24.6	15.2	13.8	

동박	일진머티리얼즈	49.2	33.0	25.0	5.5	4.8	4.1	11.1	15.1	17.2	28.7	20.1	15.9
	SKC	32.2	27.6	24.5	3.1	2.9	2.6	10.6	11.1	11.4	13.0	12.5	11.5
	솔루스첨단소재	90.5	42.9	28.3	7.9	6.7	5.6	8.2	15.4	19.8	33.7	17.9	12.8
	Furukawa Electronic	12.4	9.4	7.8	0.6	0.6	0.6	4.9	6.5	7.3	7.2	6.4	5.8
	평균	46.1	28.2	21.4	4.3	3.8	3.2	8.7	12.0	13.9	20.7	14.2	11.5

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	49,306.9	34,164.5	44,035.8	49,021.1	51,049.1
매출액증가율 (%)	-9.1	-30.7	28.9	11.3	4.1
매출원가	46,343.9	34,643.0	40,120.9	44,648.3	46,385.5
매출총이익	2,963.0	-478.4	3,915.0	4,373.1	4,664.3
판매관리비	1,849.4	2,090.4	1,665.0	1,642.5	1,710.4
영업이익	1,113.7	-2,568.8	2,249.9	2,730.6	2,953.9
영업이익률	2.3	-7.5	5.1	5.6	5.8
금융손익	-551.1	-193.0	-418.2	-493.2	-567.5
중속/관계기업손익	54.2	-28.6	299.2	295.0	295.0
기타영업외손익	-116.2	-79.5	-1,073.7	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	500.5	-2,869.8	1,057.3	2,372.5	2,521.4
법인세비용	255.6	-628.1	300.5	576.0	647.8
당기순이익	65.8	-2,146.7	891.7	1,782.3	1,859.7
지배주주지분 손이익	-35.7	-2,172.8	911.3	1,821.5	1,900.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	17,353.6	13,295.1	21,895.2	25,263.6	24,960.1
현금및현금성자산	2,196.0	2,940.7	5,667.1	9,246.1	8,139.1
매출채권	4,138.3	2,506.2	4,419.5	4,362.1	4,581.0
재고자산	6,495.2	3,878.4	6,553.8	6,468.7	6,793.2
비유동자산	22,180.9	25,203.1	29,477.1	32,850.9	37,111.1
유형자산	15,417.5	17,878.2	20,516.0	24,026.4	28,074.8
무형자산	1,173.5	1,223.9	1,241.4	1,176.2	1,115.5
투자자산	4,313.7	4,311.4	5,821.5	5,750.1	6,022.7
자산총계	39,534.5	38,498.2	51,372.3	58,114.5	62,071.2
유동부채	10,457.2	11,014.8	18,751.6	21,379.8	21,835.2
매입채무	4,928.2	2,764.4	5,757.7	5,682.9	5,968.0
단기차입금	1,132.0	1,530.3	2,381.9	3,981.9	3,181.9
유동성장기부채	1,378.6	1,708.8	2,684.0	3,084.0	2,884.0
비유동부채	10,864.0	12,024.8	16,071.0	18,536.4	20,311.9
사채	7,176.5	7,971.0	9,815.9	10,695.9	11,115.9
장기차입금	1,667.2	2,659.4	4,240.5	5,840.5	7,140.5
부채총계	21,321.3	23,039.7	34,822.5	39,916.2	42,147.1
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,765.8	5,941.9	5,941.9	5,941.9	5,941.9
기타포괄이익누계액	194.9	-129.6	113.7	113.7	113.7
이익잉여금	12,175.2	9,891.3	10,773.4	12,461.1	14,227.9
비지배주주지분	745.1	918.5	884.3	845.1	804.2
자본총계	18,213.2	15,458.5	16,549.8	18,198.3	19,924.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,825.8	2,850.8	2,990.9	3,046.8	3,431.2
당기순이익(손실)	65.8	-2,146.7	891.7	1,782.3	1,859.7
유형자산상각비	1,083.0	1,239.6	1,258.4	1,209.6	1,471.6
무형자산상각비	125.2	127.3	73.4	65.2	60.8
운전자본의 증감	535.3	4,272.1	938.1	-10.3	39.2
투자활동 현금흐름	-3,166.8	-4,128.7	-5,806.5	-4,613.5	-5,926.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,576.6	-3,763.1	-3,904.9	-4,720.0	-5,520.0
투자자산의 감소(증가)	-832.4	-26.2	-1,435.9	71.5	-272.6
재무활동 현금흐름	1,686.1	2,144.7	5,472.6	5,145.7	1,388.1
차입금의 증감	4,236.8	2,499.0	5,698.4	5,279.5	1,521.9
자본의 증가	0.0	176.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	370.4	744.7	2,726.4	3,579.0	-1,107.0
기초현금	1,825.6	2,196.0	2,940.7	5,667.1	9,246.1
기말현금	2,196.0	2,940.7	5,667.1	9,246.1	8,139.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	533,247	369,484	476,240	530,159	552,096
EPS(지배주주)	-428	-23,498	9,833	19,677	20,532
CFPS	21,855	-10,858	31,749	44,677	49,880
EBITDAPS	25,111	-12,998	38,736	43,318	48,518
BPS	186,398	155,153	167,163	185,172	204,024
DPS	3,000	0	1,600	1,600	1,600
배당수익률(%)	2.0	0.0	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	-350.7	-8.1	25.1	12.6	12.0
PCR	6.9	-17.5	7.8	5.5	5.0
PSR	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
PBR	0.8	1.2	1.5	1.3	1.2
EBITDA	2,321.9	-1,201.8	3,581.7	4,005.4	4,486.2
EV/EBITDA	9.7	-23.7	10.1	9.4	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.2	-13.6	6.0	11.0	10.4
EBITDA 이익률	4.7	-3.5	8.1	8.2	8.8
부채비율	117.1	149.0	210.4	219.3	211.5
금융비용부담률	0.7	1.0	0.9	1.1	1.2
이자보상배율(x)	3.3	-7.3	5.8	4.9	4.6
매출채권회전율(x)	11.5	10.3	12.7	11.2	11.4
재고자산회전율(x)	7.8	6.6	8.4	7.5	7.7

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.08.06	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-34.6	-27.9	
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	14.6	17.3	
2021.02.01	기업브리프	Buy	280,000	노우호	-9.5	13.4	
2021.04.12	산업브리프	Buy	320,000	노우호	-15.1	-11.4	
2021.05.14	기업브리프	Buy	365,000	노우호	-	-	