

2022. 2. 3



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

Buy

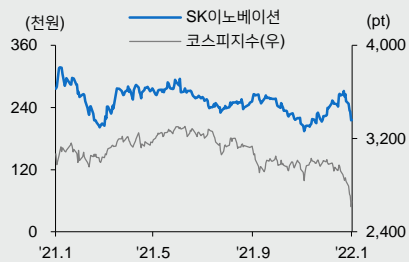
적정주가 (12개월) 365,000 원
현재주가 (1.28) 216,000 원
상승여력 69.0%

KOSPI	2,663.34pt
시가총액	199,726억원
발행주식수	9,247만주
유동주식비율	56.14%
외국인비중	23.95%
52주 최고/최저가	317,500원/194,500원
평균거래대금	1,241.7억원

주요주주(%)	
SK 외 6 인	33.41
국민연금공단	8.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.4	-17.1	-21.9
상대주가	8.4	0.8	-10.0

주가그래프



SK이노베이션 096770

고조되는 SK On 의 역할론

- ✓ 4Q21 Review: 화학사업-소재/EV배터리 사업 부진으로 적자전환(-474억원)
- ✓ EV배터리와 소재사업은 (1) 전방 OEM 생산차질에 따른 출하량 부진, (2) 신규 설비 가동 비용 반영으로 예상치 하회
- ✓ 주가 반등의 핵심은 SK On. LGES 낙수효과에 따른 상대적 저평가 매력은 긍정적. (1) 업황(전방 고객사들의 가동률 정상화), (2) 2022년 연중 흑자전환 가시성 중요
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 36.5만원 유지

4Q21 Review: 시장 예상치를 하회한 적자전환

동사는 EV배터리(-3,098억원), 화학부문(-2,090억원), 소재(-322억원)의 부진한 실적과 일회성 비용(-981억원)이 반영되며 시장/당사 예상치를 하회한 영업적자 -474억원을 기록했다. 동사보다 앞서 발표했던 국내 화학기업들의 부진한 실적으로 화학부문의 적자전환은 예상된 점이다. 반면 EV배터리(적자확대)/소재(적자전환)의 예상외 적자는 성장통으로 판단한다. 두 사업부문 모두 전방 OEM들의 생산차질에 따른 출하량 감소와 신규 설비들의 ramp-up 비용이 반영된 점이다.

이차전지 Cell생산기업들의 Power Game: 제자리 찾아갈 SK On

이차전지 Cell생산기업들에 Valuation 차별화 요소는 (1) 평가 인상 여력, (2) 수요 가시성이 높은 OEM과 JV 설립, (3) 기술력 선도, (4) 수익성 관리이다. 현재 2030년까지의 Cell생산기업과 OEM간의 Bargain Power는 Cell생산기업에 무게가 있는 점이다. 이에 Cell기업들은 각 소재별 가격 강세를 반영하며 High-Nickel 등의 기술적 선도를 통한 평가 인상 움직임이 포착된다. 또한 Cell기업과 수요 가시성이 높은 OEM의 JV 설립으로 향수 수익성이 담보된 점도 경쟁력 차별화 요인이다. SK On은 'NCM9' 상용화로 기술적 우위, OEM JV(Ford와 미국-유럽 생산거점 확보 예정) 설립으로 안정적 출하량을 예상, 올 4Q22 영업이익 497억원(이익률 2.6%)의 분기 첫 흑자전환을 통한 수익성 확보가 예상된다. LGES의 낙수효과에 따른 저평가 매력과 언론에서 공개된 Pre-IPO를 통한 사업가치 확정은 단기 주가 re-rating 요인이나, 결국 수익성 기반 투자 선순환 구조의 가시성 여부가 동사의 중장기 Valuation 차별화 요인이다. 현재 적정주가에 반영한 SK On의 가치는 33조 원으로 기존의 적정주가를 유지한다.

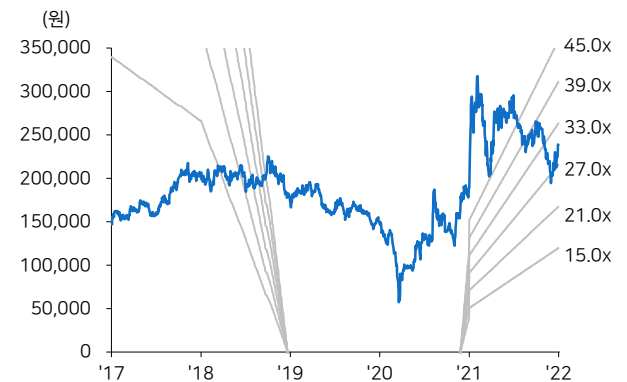
투자의견 Buy와 적정주가 36.5만원 유지

(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	46,381.2	1,580.2	313.0	3,368	-123.7	183,396	70.8	1.3	11.2	2.0	165.8
2022E	50,798.9	2,417.0	740.7	7,988	209.8	189,863	27.0	1.1	9.5	4.2	175.2
2023E	55,771.6	2,652.8	784.0	8,456	5.9	196,793	25.5	1.1	9.4	4.3	176.5

SK이노베이션 분기별 실적 추정											
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액	9,239.8	11,119.6	12,300.5	13,721.3	12,547.7	12,973.2	12,529.4	12,748.6	46,381.2	50,798.9	55,771.6
석유	5,876.5	7,246.6	7,876.0	8,598.0	7,850.3	8,217.0	7,390.5	7,340.1	29,597.1	30,798.0	31,793.5
화학	2,062.2	2,344.0	2,562.8	2,574.0	2,466.9	2,498.1	2,522.2	2,438.6	9,543.0	9,925.8	9,875.8
루브리컨츠	636.2	762.8	912.2	1,039.7	715.9	708.6	707.4	705.6	3,350.9	2,837.6	2,770.9
소재	139.2	155.2	167.6	71.2	92.6	109.2	118.0	127.4	533.2	447.1	562.7
EV배터리	526.3	630.2	816.8	1,066.5	1,123.8	1,227.7	1,598.6	1,928.0	3,039.8	5,878.1	9,972.3
광구/기타	189.3	153.0	192.5	346.9	298.3	212.5	192.6	208.8	881.7	912.2	796.4
영업이익	502.5	506.5	618.5	-47.4	439.7	545.2	683.1	748.9	1,580.1	2,417.0	2,652.8
%OP	5.4%	4.6%	5.0%	-0.3%	3.5%	4.2%	5.5%	5.9%	3.4%	4.8%	4.8%
석유	416.1	233.1	290.6	221.8	393.2	433.8	482.2	407.2	1,161.6	1,716.3	1,094.3
화학	118.3	167.9	84.4	-209.0	48.2	54.8	86.4	91.6	161.6	281.0	389.8
루브리컨츠	137.1	226.5	239.3	268.0	140.1	138.6	138.4	138.1	870.9	555.2	448.8
소재	32.3	44.4	40.1	-32.2	-25.8	-10.3	10.7	12.3	84.6	-13.0	68.5
EV배터리	-176.7	-97.9	-98.7	-309.8	-199.5	-122.7	-80.8	49.7	-683.1	-353.4	460.3
광구/기타	93.1	53.1	70.5	111.9	83.5	51.0	46.2	50.1	328.6	230.9	191.1
세전이익	-463.9	661.8	734.1	-94.7	361.8	466.1	602.6	652.3	837.3	2,082.8	2,242.8
순이익(지배주주)	-376.2	186.8	425.5	76.8	130.9	164.3	212.4	233.0	312.9	740.7	784.0
%YoY											
매출액	-17.2	54.4	46.1	85.9	35.8	16.7	1.9	-7.1	35.8	9.5	9.8
영업이익	흑전	흑전	흑전	적자축소	-12.5	7.7	10.4	흑전	흑전	53.0	9.8
세전이익	적자축소	흑전	5,896.8	적자축소	흑전	-29.6	-17.9	흑전	흑전	148.7	7.7
순이익(지배주주)	적자축소	흑전	흑전	흑전	흑전	-12.1	-50.1	203.5	흑전	136.7	5.8
%QoQ											
매출액	25.2	20.3	10.6	11.6	-8.6	3.4	-3.4	1.7			
영업이익	흑전	0.8	22.1	적전	흑전	24.0	25.3	9.6			
세전이익	적자확대	흑전	10.9	적전	흑전	28.8	29.3	8.2			
순이익(지배주주)	적자확대	흑전	127.8	-82.0	70.5	25.5	29.3	9.7			

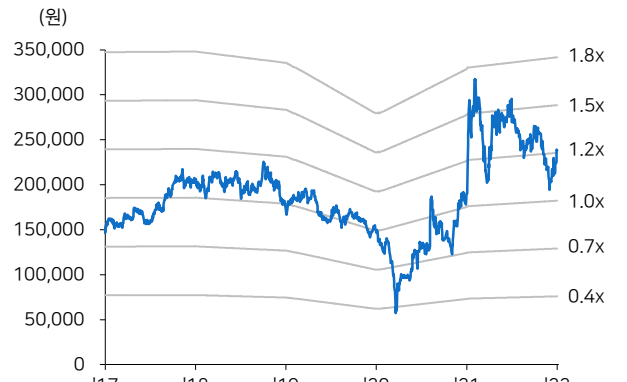
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 12M FWD PER 밴드 차트



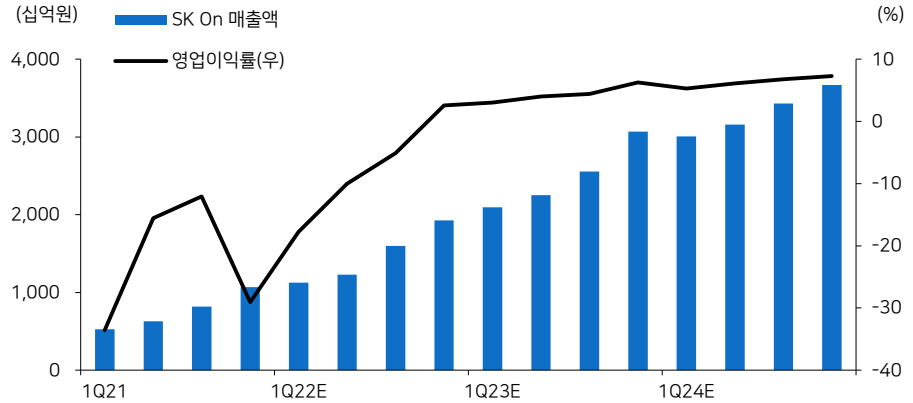
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK On의 실적 추정 그래프



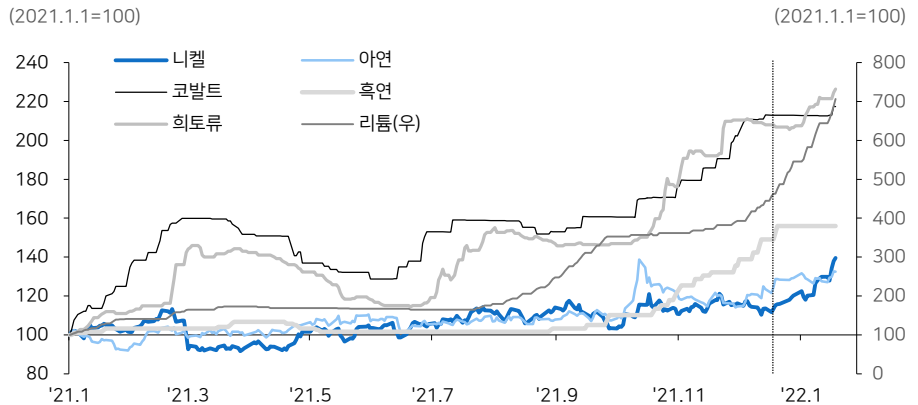
자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 EV배터리 밸류체인 별 Multiple 비교

구분	기업명	P/E(배)			P/B(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)		
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
배터리셀	SK이노베이션	70.8	27.0	25.5	1.3	1.1	1.1	2.0	4.2	4.3	11.2	9.5	9.4
	LG에너지솔루션	146.0	113.5	71.1	10.9	5.5	5.1	10.8	5.4	5.8	33.4	21.2	16.1
	삼성SDI	26.5	21.2	18.5	2.5	2.2	2.0	10.0	11.4	12.5	14.0	11.1	9.3
	Panasonic	12.1	11.2	10.2	1.1	1.0	0.9	9.3	9.5	9.6	5.8	4.7	4.1
	CATL	113.1	65.4	45.9	18.2	13.8	10.4	16.4	22.2	24.5	62.1	34.4	24.2
	BYD	147.6	79.3	52.0	8.2	7.5	6.7	6.4	10.9	14.1	31.7	22.8	17.9
	평균	86.0	52.9	37.2	7.0	5.2	4.4	9.1	10.6	11.8	26.4	17.3	13.5
분리막	SK아이이테크놀로지	50.0	31.6	23.5	3.6	3.3	3.1	8.2	11.6	17.2	22.3	15.8	12.7
	Yunnan Energy	88.1	51.3	35.3	16.6	12.2	9.2	19.8	26.3	28.4	57.2	34.9	24.3
	W-socpe	-	10.9	8.4	1.5	1.3	1.0	-11.5	26.8	26.1	10.2	4.8	4.6
	Ashai Kasei	8.7	10.3	9.5	1.0	0.9	0.9	11.7	9.5	9.4	5.7	5.5	5.0
	Toray Industries	10.9	9.7	8.8	0.8	0.7	0.7	7.5	7.9	8.2	7.2	6.5	5.9
	평균	39.4	22.7	17.1	4.7	3.7	3.0	7.1	16.4	17.8	20.5	13.5	10.5

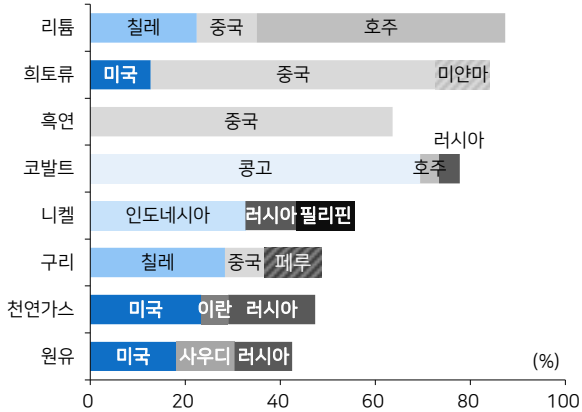
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 주요 산업/희소 금속 가격 추이



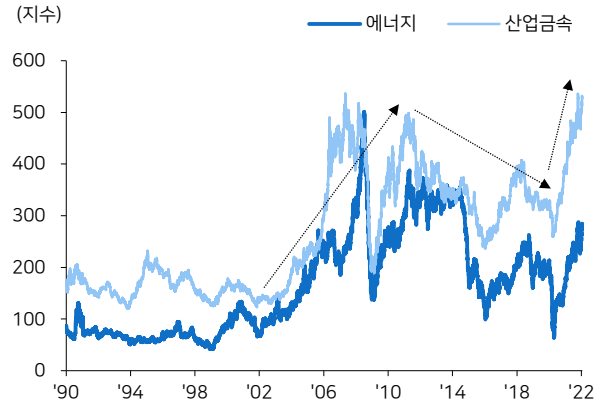
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 주요 원자재 상위 3개국 생산 비중(2019년 기준)



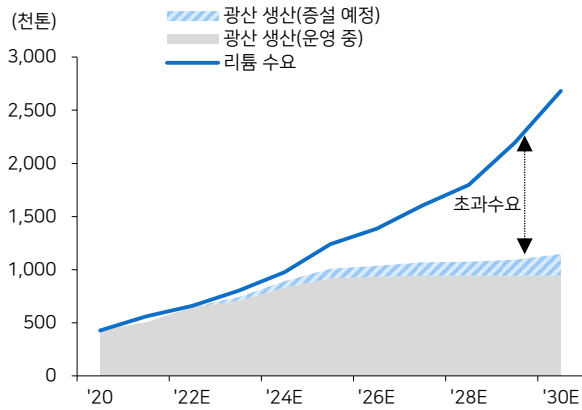
자료: USGS, World Bureau of Metal Statistics, IEA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 90년대 이후 글로벌 원자재 가격 추이



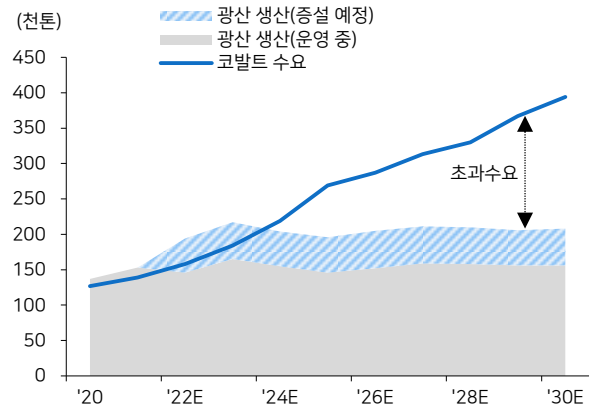
주: S&P GSCI 에너지, 산업금속 지수
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 IEA 리튬 수요/공급 전망



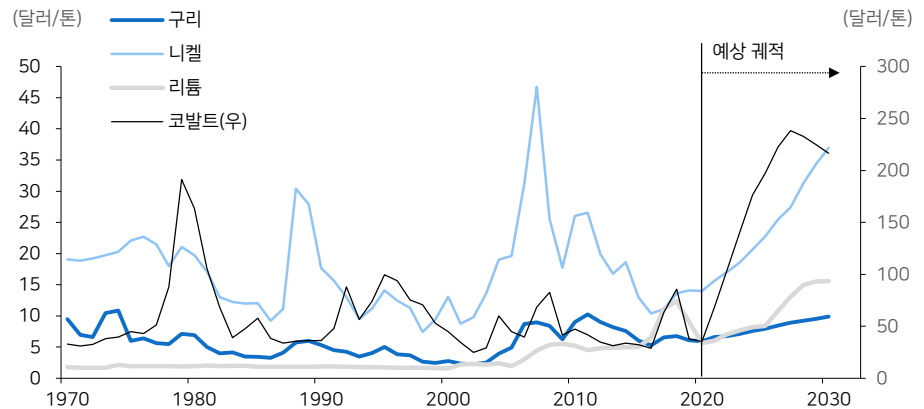
자료: IEA(2021.5), 메리츠증권 리서치센터

그림8 IEA 코발트 수요/공급 전망



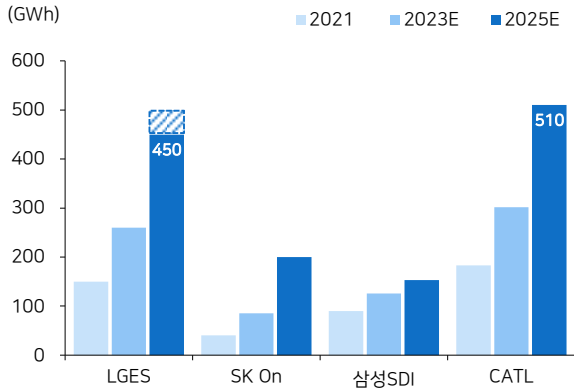
자료: IEA(2021.5), 메리츠증권 리서치센터

그림9 IMF의 주요 광물자원 가격 전망



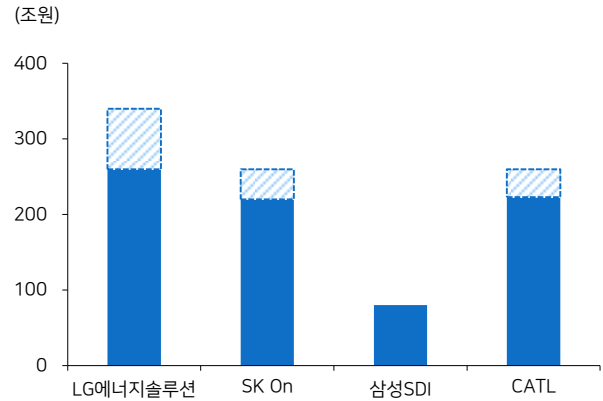
자료: IMF WEO(2021.5), 메리츠증권 리서치센터

그림10 배터리 Cell기업들의 생산 Capa 전망



자료: 각 사 발표자료, 메리츠증권 리서치센터

그림11 배터리 Cell기업들의 수주잔고



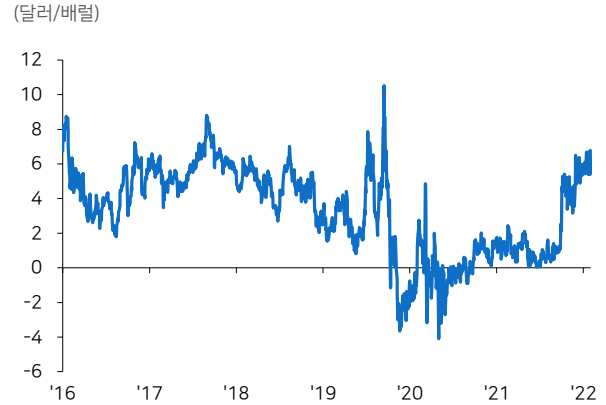
자료: 각 사 발표자료, 메리츠증권 리서치센터

그림12 WTI 유가 동향



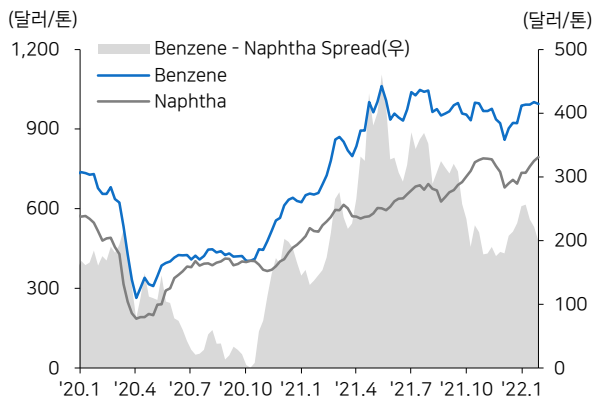
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 정제마진 추이



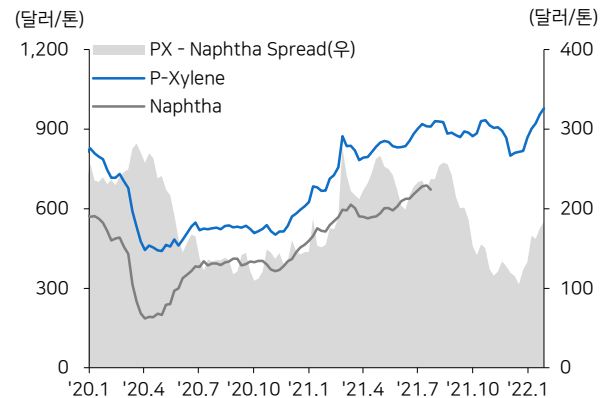
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 벤젠 스프레드



자료: Eikon, 메리츠증권 리서치센터

그림15 P-X 스프레드



자료: Eikon, 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	49,306.9	34,164.5	46,381.2	50,798.9	55,771.6
매출액증가율 (%)	-9.1	-30.7	35.8	9.5	9.8
매출원가	46,343.9	34,643.0	42,776.1	46,680.5	51,251.0
매출총이익	2,963.0	-478.4	3,605.1	4,118.4	4,520.6
판매관리비	1,849.4	2,090.4	2,025.0	1,701.5	1,867.8
영업이익	1,113.7	-2,568.8	1,580.2	2,417.0	2,652.8
영업이익률	2.3	-7.5	3.4	4.8	4.8
금융손익	-551.1	-193.0	-741.7	-450.5	-526.4
중속/관계기업손익	54.2	-28.6	606.2	295.0	295.0
기타영업외손익	-116.2	-79.5	-734.2	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	500.5	-2,869.8	710.5	2,101.5	2,261.5
법인세비용	255.6	-628.1	220.8	511.5	579.6
당기순이익	65.8	-2,146.7	509.5	1,575.9	1,668.0
지배주주지분 손이익	-35.7	-2,172.8	313.0	740.7	784.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	17,353.6	13,295.1	24,005.7	26,745.6	26,698.8
현금및현금성자산	2,196.0	2,940.7	3,660.8	7,842.9	5,520.3
매출채권	4,138.3	2,506.2	4,761.2	4,423.7	4,956.3
재고자산	6,495.2	3,878.4	7,957.1	7,393.0	8,283.2
비유동자산	22,180.9	25,203.1	27,788.0	30,852.0	35,400.1
유형자산	15,417.5	17,878.2	19,108.0	22,615.1	26,660.4
무형자산	1,173.5	1,223.9	1,322.0	1,243.5	1,171.0
투자자산	4,313.7	4,311.4	5,459.6	5,095.1	5,670.3
자산총계	39,534.5	38,498.2	51,793.7	57,597.5	62,098.9
유동부채	10,457.2	11,014.8	15,053.5	17,036.7	18,125.7
매입채무	4,928.2	2,764.4	5,747.4	5,340.0	5,982.9
단기차입금	1,132.0	1,530.3	1,381.2	2,981.2	2,181.2
유동성장기부채	1,378.6	1,708.8	1,999.8	2,399.8	2,199.8
비유동부채	10,864.0	12,024.8	17,255.1	19,634.4	21,513.3
사채	7,176.5	7,971.0	10,297.9	11,177.9	11,597.9
장기차입금	1,667.2	2,659.4	4,144.8	5,744.8	7,044.8
부채총계	21,321.3	23,039.7	32,308.6	36,671.1	39,638.9
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,765.8	5,941.9	7,658.3	7,658.3	7,658.3
기타포괄이익누계액	194.9	-129.6	470.2	470.2	470.2
이익잉여금	12,175.2	9,891.3	10,220.2	10,826.3	11,475.7
비지배주주지분	745.1	918.5	2,298.4	3,133.6	4,017.7
자본총계	18,213.2	15,458.5	19,485.1	20,926.5	22,459.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,825.8	2,850.8	-568.2	3,031.8	2,955.7
당기순이익(손실)	65.8	-2,146.7	509.5	1,575.9	1,668.0
유형자산상각비	1,083.0	1,239.6	1,478.0	1,212.9	1,474.7
무형자산상각비	125.2	127.3	92.3	78.6	72.4
운전자본의 증감	535.3	4,272.1	-2,721.4	164.4	-259.4
투자활동 현금흐름	-3,166.8	-4,128.7	-5,765.6	-3,991.0	-6,670.3
유형자산의증가(CAPEX)	-2,576.6	-3,763.1	-3,141.5	-4,720.0	-5,520.0
투자자산의감소(증가)	-832.4	-26.2	-612.1	364.5	-575.2
재무활동 현금흐름	1,686.1	2,144.7	6,946.3	5,141.3	1,392.0
차입금의 증감	4,236.8	2,499.0	4,618.3	5,275.9	1,526.5
자본의 증가	0.0	176.1	1,716.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	370.4	744.7	720.2	4,182.1	-2,322.6
기초현금	1,825.6	2,196.0	2,940.7	3,660.8	7,842.9
기말현금	2,196.0	2,940.7	3,660.8	7,842.9	5,520.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	533,247	369,484	501,605	549,382	603,161
EPS(지배주주)	-428	-23,498	3,368	7,988	8,456
CFPS	21,855	-10,858	26,245	41,416	46,735
EBITDAPS	25,111	-12,998	34,072	40,107	45,422
BPS	186,398	155,153	183,396	189,863	196,793
DPS	3,000	0	1,200	1,600	1,600
배당수익률(%)	2.0	0.0	0.5	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	-350.7	-8.1	70.8	27.0	25.5
PCR	6.9	-17.5	9.1	5.2	4.6
PSR	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	0.8	1.2	1.3	1.1	1.1
EBITDA	2,321.9	-1,201.8	3,150.5	3,708.5	4,200.0
EV/EBITDA	9.7	-23.7	11.2	9.5	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.2	-13.6	2.0	4.2	4.3
EBITDA 이익률	4.7	-3.5	6.8	7.3	7.5
부채비율	117.1	149.0	165.8	175.2	176.5
금융비용부담률	0.7	1.0	0.9	1.0	1.1
이자보상배율(x)	3.3	-7.3	4.0	4.6	4.3
매출채권회전율(x)	11.5	10.3	12.8	11.1	11.9
재고자산회전율(x)	7.8	6.6	7.8	6.6	7.1

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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	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	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 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	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-	-	