

2022. 3. 4



▲ 정유/화학

Analyst **노우호**
02. 6454-4867
woo.h.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	365,000 원
현재주가 (3.3)	212,500 원
상승여력	71.8%
KOSPI	2,747.08pt
시가총액	196,489억원
발행주식수	9,247만주
유동주식비율	56.14%
외국인비중	23.44%
52주 최고/최저가	295,500원/194,500원
평균거래대금	1,320.1억원
주요주주(%)	
SK 외 6 인	33.41
국민연금공단	8.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.7	-15.0	-20.1
상대주가	-4.1	-1.0	-10.3

주가그래프



SK이노베이션 096770

단기 모멘텀과 중장기 성장성 동시 보유

- ✓ 현 시점의 업황변수를 고려한 동사의 1~2Q22 영업이익은 7,528억원, 8,780억원
- ✓ 지정학 Risk부각에 따른 Carbon부문 호조가 주가 Re-rating으로 연결되지 않아 기업가치 상승은 SK On과 SK leT의 성장전략이 핵심
- ✓ 현 시점 SK On의 주가 Re-rating 모멘텀 유효, (1) 22년 상반기 중 Pre-IPO 완료, (2) 주력 고객사들의 공격적인 전동화 전략 발표로 SK On 가파른 외형성장세 유지
- ✓ 투자 의견 Buy와 적정주가 36.5만원으로 섹터 최선호주 유지

현재 업황은 정유업종에 단기 모멘텀. 장기화에 따른 Cost 압박 고려해야

러시아-우크라이나 지정학 Risk 장기화 조짐으로 원유/천연가스/석유 제품 공급 차질 우려가 고조되고 있다. 유가는 2014년 이후 처음으로 110달러/배럴에 도달, 정제마진 또한 연중 최고 수준으로 강세 전환되었다. 해당 원자재 공급 쇼크는 단기 모멘텀에 국한될 점이나 이를 반영한 동사의 이익 추정치는 상향 조정 국면이다. 1~2Q22 영업이익은 각각 7,528억원, 8,780억원으로 유가 강세에 따른 재고이익이 반영되었다. 단, 지정학 Risk에 따른 업황 지표들의 강세가 수익성에 건전한 지 고민할 필요가 있다. 정유사의 매출원가 6%는 연료비용, 유가와 연동되는 해당 비용은 고유가 장기화에 따른 Cost압박이 예상되기 때문이다. 결국 동사의 기업가치 상승은 Carbon부문 호조의 단기 모멘텀보다는 SK On/leT의 중장기 성장성을 기반으로 한다.

주력 고객사 Ford의 공격적인 EV행보, 이에 따른 SK On의 다수의 모멘텀

금주 SK On의 파트너사 Ford는 EV사업부 분할을 결정하며 공격적인 전동화 전략을 공개했다. EV사업부를 분할결정한 Ford는 (1) 생산: 2026년 200만대 생산, (2) Mix: 2026년 33% → 30년 50%, (3) 26년까지 60조원 투자 계획을 공유했다. 이에 맞춰 SK On은 2025년 기존의 생산capa 예상치 220Gw 대비 상향 가능성이 높아 지겠다. 3월 중 Ford의 유럽 투자 가능성이 높은 바, 동사의 가이던스 상향 모멘텀이 발휘되겠다. Cell shortage 국면에서 OEM들의 전동화 계획과 검증된 Cell기업들과의 JV 등의 파트너십이 핵심 경쟁 요소이다.

SK On, Pre-IPO를 통해 2024년 이후 투자재원 확보

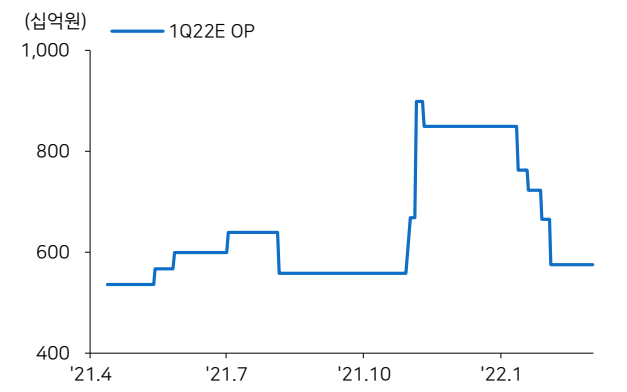
Carbon 사업 호조로 향후 2년간 투자재원 자체 조달이 가능한 점이 긍정적이다. 진행 중인 SK On의 Pre-IPO는 올 상반기 중 완료될 전망이다. Pre-IPO로 (1) 주가 Re-rating: 당사의 SK On 추정 가치(35조원) 대비 상향 가능성, (2) 중장기 투자재원 확보 및 IPO 우려를 불식시킬 계기가 될 점이다. 동사에 대해 투자 의견 Buy, 적정주가 36.5만원으로 섹터 최선호주 의견을 유지한다.

(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	3,350	-123.6	183,396	71.2	1.3	11.2	2.0	165.8
2022E	57,389.3	2,933.3	923.5	9,953	287.4	191,000	21.4	1.1	8.4	5.3	177.1
2023E	59,088.6	2,781.5	828.3	8,923	-10.3	197,588	23.8	1.1	9.0	4.5	174.1

표1 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	14,358.6	15,145.2	14,145.8	13,739.6	46,381.2	57,389.3	59,088.6
석유	5,876.5	7,246.6	7,876.0	8,598.0	9,368.0	10,154.5	8,812.6	8,171.0	29,597.1	36,506.1	34,952.8
화학	2,062.2	2,344.0	2,562.8	2,574.0	2,660.9	2,674.8	2,665.6	2,563.3	9,543.0	10,564.6	9,970.3
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	1,125.6	1,232.6	1,611.3	1,944.8	3,039.8	5,914.3	9,972.3
광구/기타	189.3	153.0	192.5	346.9	395.7	265.5	230.8	227.5	881.7	1,119.5	859.5
영업이익	502.5	506.5	618.5	-47.4	752.8	878.0	684.2	618.2	1,580.1	2,933.2	2,781.5
%OP	5.4%	4.6%	5.0%	-0.3%	5.2%	5.8%	4.8%	4.5%	3.4%	5.1%	4.7%
석유	416.1	233.1	290.6	221.8	881.5	870.3	494.0	287.4	1,161.6	2,533.3	1,150.9
화학	118.3	167.9	84.4	-209.0	-136.1	-36.5	113.8	139.3	161.6	80.5	446.7
루브리컨츠	137.1	226.5	239.3	268.0	140.1	138.6	138.4	138.1	807.9	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	-217.7	-147.8	-128.1	-13.5	-683.1	-507.2	460.3
광구/기타	93.1	53.1	70.5	111.9	110.8	63.7	55.4	54.6	328.6	284.5	206.3
세전이익	-463.9	661.8	734.1	-94.7	674.1	797.3	602.5	520.9	837.3	2,594.9	2,369.8
순이익(지배주주)	-376.2	186.8	425.5	76.8	244.0	281.1	212.4	186.1	312.9	923.5	828.3
%YoY											
매출액	-17.2	54.4	46.1	85.9	55.4	36.2	15.0	0.1	35.8	23.7	3.0
영업이익	흑전	흑전	흑전	적자축소	49.8	73.3	10.6	흑전	흑전	85.6	-5.2
세전이익	적자축소	흑전	5,896.8	적자축소	흑전	20.5	-17.9	흑전	흑전	209.9	-8.7
순이익(지배주주)	적자축소	흑전	흑전	흑전	흑전	50.5	-50.1	142.3	흑전	195.1	-10.3
%QoQ											
매출액	25.2	20.3	10.6	11.6	4.6	5.5	-6.6	-2.9			
영업이익	흑전	0.8	22.1	적전	흑전	16.6	-22.1	-9.6			
세전이익	적자확대	흑전	10.9	적전	흑전	18.3	-24.4	-13.5			
순이익(지배주주)	적자확대	흑전	127.8	-82.0	217.7	15.2	-24.4	-12.4			

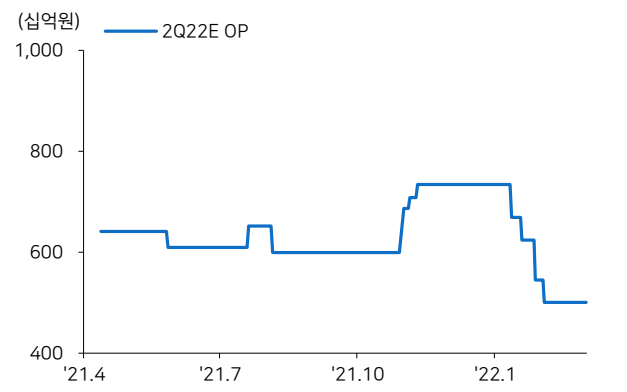
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 1Q22 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 2Q22 영업이익 컨센서스 추이



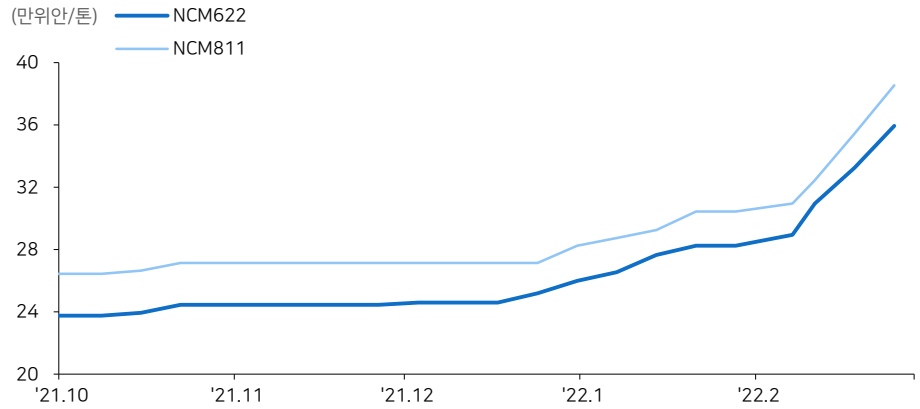
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 EV배터리 밸류체인 별 Multiple 비교

구분	기업명	P/E(배)			P/B(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)		
		2021	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
배터리셀	SK이노베이션	71.2	21.4	23.8	1.3	1.1	1.1	2.0	5.3	4.5	11.2	8.4	9.0
	LG에너지솔루션	-	194.5	99.7	-	6.7	6.3	10.6	4.8	6.5	33.4	36.9	24.8
	삼성SDI	25.4	20.2	17.7	2.4	2.1	1.9	9.8	11.3	12.3	13.4	10.7	9.0
	Panasonic	11.1	10.3	9.4	1.0	0.9	0.8	9.2	9.5	9.6	5.4	4.3	3.8
	CATL	91.9	52.9	37.2	15.5	11.6	8.7	17.4	23.5	25.5	51.2	29.4	20.6
	BYD	154.3	82.6	59.1	9.0	8.2	7.4	6.4	10.9	13.9	32.5	23.9	18.9
	평균	70.8	63.6	41.1	5.8	5.1	4.3	9.2	10.8	12.1	24.5	18.9	14.3

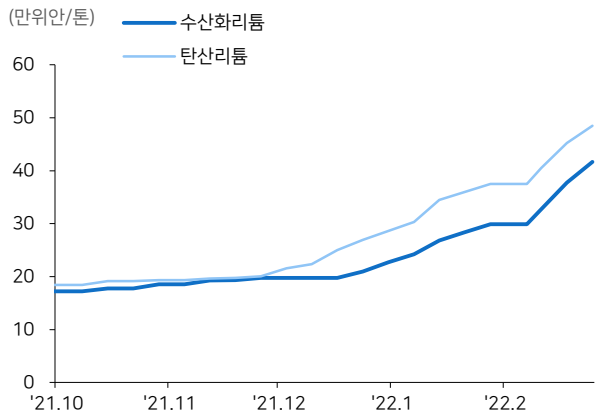
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 NCM 가격 추이



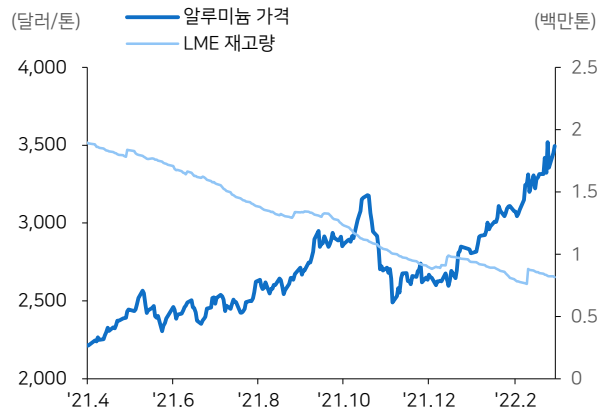
자료: IC Battery, 메리츠증권 리서치센터

그림4 수산화리튬과 탄산리튬 가격 추이



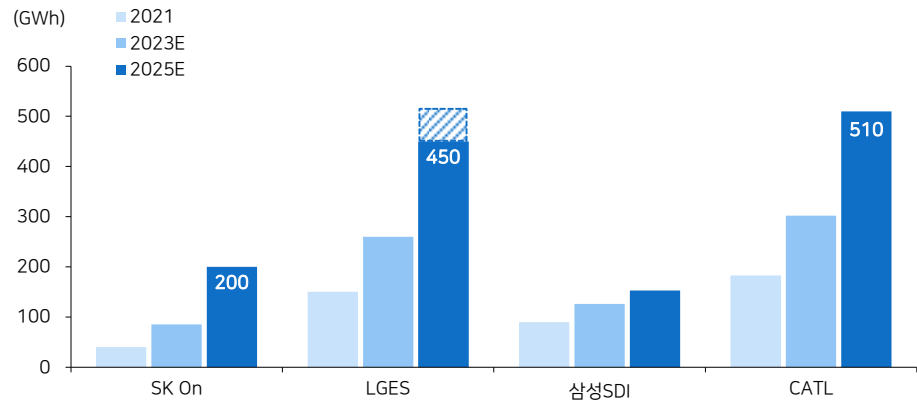
자료: IC Battery, 메리츠증권 리서치센터

그림5 알루미늄 가격 추이



자료: 한국광물자원공사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 배터리 Cell기업들의 생산 Capa 전망



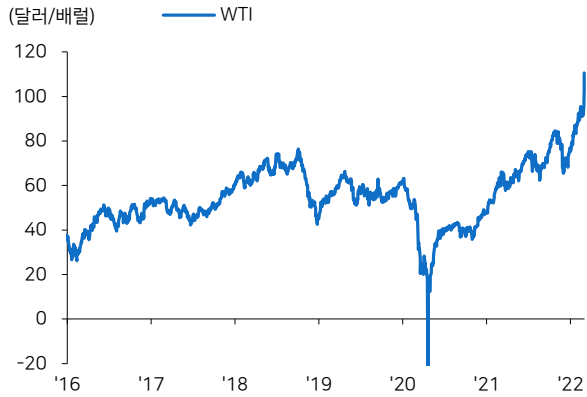
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 3월 공개된 Ford의 전동화 계획

March 2 (Reuters) - Ford Motor Co (**F.N**) said on Wednesday it will boost spending on electric vehicles to \$50 billion, up from the previous \$30 billion, through 2026 and run its EV unit separately from its legacy combustion engine business, in a move aimed at catching industry leader Tesla Inc (**TSLA.O**).

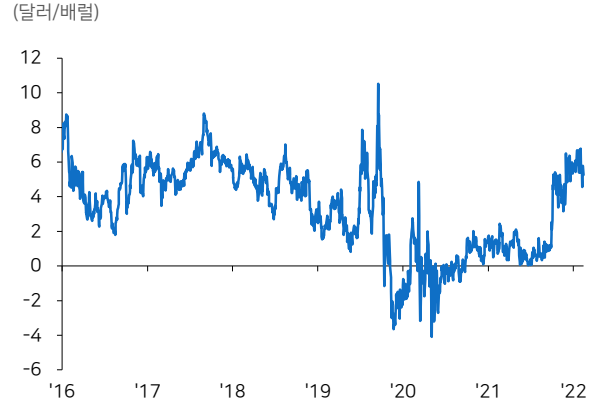
자료: Reuters, 메리츠증권 리서치센터

그림8 WTI 유가 동향



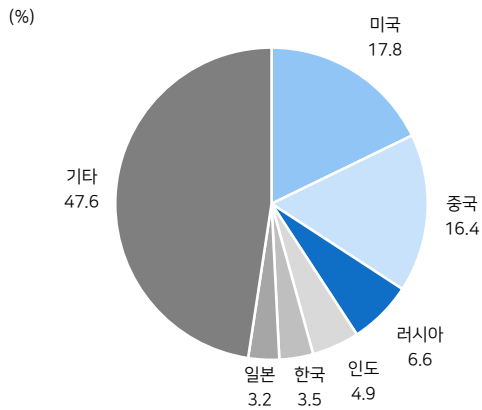
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 정제마진 추이



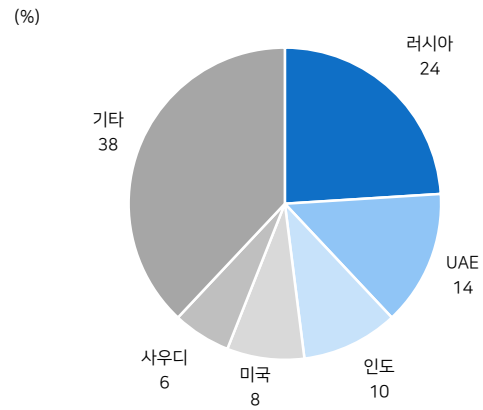
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 글로벌 정제설비 생산capa 국가별 비중



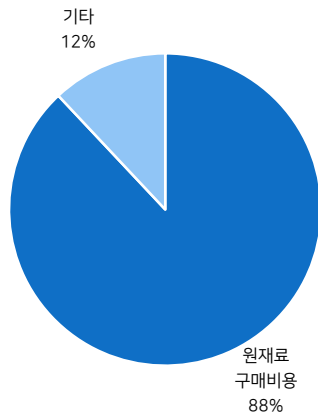
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 국내 기준 나프타 국가별 도입 비중



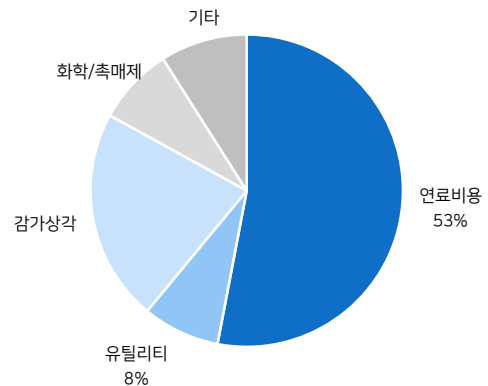
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 정유사 매출원가 항목



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 원재료 구매비용을 차감한 기타부문 구분



자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	49,306.9	34,164.5	46,381.2	57,389.3	59,088.6
매출액증가율 (%)	-9.1	-30.7	35.8	23.7	3.0
매출원가	46,343.9	34,643.0	42,776.1	52,533.5	54,327.1
매출총이익	2,963.0	-478.4	3,605.1	4,855.8	4,761.5
판매관리비	1,849.4	2,090.4	2,025.0	1,922.6	1,980.0
영업이익	1,113.7	-2,568.8	1,580.2	2,933.2	2,781.5
영업이익률	2.3	-7.5	3.4	5.1	4.7
금융손익	-551.1	-193.0	-741.7	-454.7	-528.0
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	2,594.9	2,369.8
법인세비용	255.6	-628.1	220.8	630.0	607.6
당기순이익	65.8	-2,146.7	509.5	1,964.9	1,762.3
지배주주지분 손이익	-35.7	-2,172.8	312.9	923.5	828.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
유동자산	17,353.6	13,295.1	24,005.7	27,621.7	27,053.4
현금및현금성자산	2,196.0	2,940.7	3,660.8	7,249.6	5,812.3
매출채권	4,138.3	2,506.2	4,761.2	4,767.6	4,971.0
재고자산	6,495.2	3,878.4	7,957.1	7,967.8	8,307.7
비유동자산	22,180.9	25,203.1	27,788.0	31,223.4	35,415.9
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	5,466.5	5,686.2
자산총계	39,534.5	38,498.2	51,793.7	58,845.1	62,469.3
유동부채	10,457.2	11,014.8	15,053.5	17,868.9	18,161.1
매입채무	4,928.2	2,764.4	5,747.4	5,755.1	6,000.6
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	19,737.0	21,517.6
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	37,605.9	39,678.8
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	10,932.8	11,550.3
비지배주주지분	745.1	918.5	2,298.4	3,339.8	4,273.8
자본총계	18,213.2	15,458.5	19,485.1	21,239.2	22,790.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,825.8	2,850.8	-568.2	3,253.3	3,210.3
당기순이익(손실)	65.8	-2,146.7	509.5	1,964.9	1,762.3
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	-3.1	-99.1
투자활동 현금흐름	-3,166.8	-4,128.7	-5,765.6	-4,733.8	-5,959.2
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	-6.9	-219.7
재무활동 현금흐름	1,686.1	2,144.7	6,946.3	5,069.2	1,311.6
차입금의 증감	4,236.8	2,499.0	4,618.3	5,280.1	1,522.5
자본의 증가	0.0	176.1	1,716.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	370.4	744.7	720.2	3,588.8	-1,437.3
기초현금	1,825.6	2,196.0	2,940.7	3,660.8	7,249.6
기말현금	2,196.0	2,940.7	3,660.8	7,249.6	5,812.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021P	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	533,247	369,484	501,605	620,656	639,033
EPS(지배주주)	-428	-23,498	3,350	9,953	8,923
CFPS	21,855	-10,858	26,245	47,000	48,126
EBITDAPS	25,111	-12,998	34,072	45,690	46,813
BPS	186,398	155,153	183,396	191,000	197,588
DPS	3,000	0	2,508	2,508	2,508
배당수익률(%)	2.0	0.0	1.1	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	-350.7	-8.1	71.2	21.4	23.8
PCR	6.9	-17.5	9.1	4.5	4.4
PSR	0.3	0.5	0.5	0.3	0.3
PBR	0.8	1.2	1.3	1.1	1.1
EBITDA	2,321.9	-1,201.8	3,150.5	4,224.8	4,328.6
EV/EBITDA	9.7	-23.7	11.2	8.4	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.2	-13.6	2.0	5.3	4.5
EBITDA 이익률	4.7	-3.5	6.8	7.4	7.3
부채비율	117.1	149.0	165.8	177.1	174.1
금융비용부담률	0.7	1.0	0.9	0.9	1.0
이자보상배율(x)	3.3	-7.3	4.0	5.5	4.6
매출채권회전율(x)	11.5	10.3	12.8	12.0	12.1
재고자산회전율(x)	7.8	6.6	7.8	7.2	7.3

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	-	-	