

2022. 7. 14



▲ 이차전지/석유화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 이지호

02. 6454-4885

jiholee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 365,000 원

현재주가 (7.14) 172,500 원

상승여력 111.6%

KOSPI 2,322.32pt

시가총액 159,503억원

발행주식수 9,247만주

유동주식비율 56.68%

외국인비중 25.35%

52주 최고/최저가 272,000원/165,000원

평균거래대금 856.8억원

주요주주(%)

SK 외 11 인 33.79

국민연금공단 8.31

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -25.3 -34.5 -36.2

상대주가 -19.8 -17.6 -10.3

주가그래프



SK이노베이션 096770

SK On 성장통, 주가는 과매도 구간

- ✓ 2Q22E 영업이익 2.5조원을 추정, 예정된 영업이익의 서프라이즈
- ✓ 사업별 이익은 정유 2.3조원, 화학 2,327억원, SK On -3,806억원, SK leT -3억원
- ✓ SK On 불확실성 우려(수익성, 자본조달)는 여전하나, 2H22 기점으로 해외 신규 공장들의 인력 확보/수율개선→ 수익성/투자재원 마련 선순환 구조가 형성될 전망
- ✓ 이차전지 업종을 둘러싼 비관적 심리 여전하지만 현재 동사의 주가는 정유업황 Peak-out 우려 및 SK On의 사업가치가 훼손된 과매도 구간으로 판단
- ✓ SK On의 개선될 업황을 고려하여 투자 의견 Buy, 적정주가 36.5만원을 유지

2Q22 Preview: 영업이익 2.5조원으로 분기사상 최대 영업이익 예상

당분기 동사는 영업이익 2.5조원의 예고된 이익 서프라이즈를 기록할 전망이다. 정유 2.3조원: 정제마진 강세(22.2달러/배럴, +173% QoQ)가 반영, 화학 2,327억원: 아로마틱스(벤젠, P-X) 스프레드 강세 전환으로 이익 증가를 견인, 반면 SK On은 적자 -3,806억원(OPM -24.0%): 미국/헝가리 신규 설비들의 고정비용 부담, 원재료 가격 인상의 부정적 레그효과 발생 등.

SK leT 또한 고객사의 저율 가동/품질 인증 지연 등으로 적자가 지속된 점이다.

SK On의 성장통: 하반기 기점으로 얹힌 실타래 풀려갈 것

SK On의 가치훼손 배경은 (1) 자본 조달 Risk, (2) 영업적자 지속, (3) 파우치 전지 전용 생산 등이 해당된다. 동사가 계획했던 Pre-IPO는 연말 기점 완료, 모회사의 현금지원/차입보증 등의 시나리오로 단기 자본조달 우려는 해소될 가능성이 높다. 사업의 영업적자는 헝가리/미국 소재 신규 설비들의 낮은 수율이 배경, 해당 이슈는 전문 인력 재배치/생산 Know-how가 누적되며 3Q22 분기점으로 해결되겠다. 또한 동사는 Non-Tesla 진영의 최종 고객사 현대/기아차(국내/미국/헝가리), Ford(미국/터키), 폭스바겐(헝가리/미국), Xpeng(중국) 등과 구축된 파트너십으로 EV배터리 시장에서 점진적으로 점유율이 확대되겠다.

2H22 SK On 적자폭 축소 및 SK leT 수익성 개선을 염두, 현 시점 Buy

동사에 대해 기존 투자 의견 Buy, 적정주가 36.5만원을 유지한다. 경쟁사의 '투자 재검토' 언론보도 이후 이차전지 업종의 투자심리 악화, 정유업 이익 단기 Peak-out 우려로 주가는 과매도 구간이다. 당사의 하반기 포인트 정유는 비탄력적 공급의 역설적 수혜로 업황 호조세 장기화, SK On/leT의 성장/수익성 회복 구간으로 현재 주가의 과매도 구간에서 벗어날 필요가 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	34,549.9	-2,420.3	-2,172.8	-23,498	-3,564.3	155,153	-8.1	1.2	-27.0	-13.6	149.0
2021	46,842.9	1,754.2	304.6	3,293	-123.3	184,853	72.4	1.3	10.6	1.9	152.4
2022E	74,468.0	7,479.7	4,713.3	50,973	923.3	237,423	3.4	0.7	3.1	23.8	159.7
2023E	76,087.6	4,819.1	3,131.5	33,866	-33.6	270,838	5.1	0.6	4.8	13.1	151.2
2024E	72,585.9	4,321.9	2,602.6	28,146	-16.9	298,609	6.1	0.6	4.9	9.8	142.9

표1 SK이노베이션 2Q22E Preview

(십억원)	2Q22E	2Q21	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	20,523.4	11,119.6	84.6	16,261.5	26.2	22,390.0	-8.3
영업이익	2,502.7	506.5	394.1	1,649.1	51.8	2,056.0	21.7
순이익(지배주주)	1,688.2	186.8	803.6	793.7	112.7	1,236.0	36.6
영업이익률(%)	12.2	4.6		10.1		9.2	
순이익률(%)	8.2	1.7		4.9		5.5	

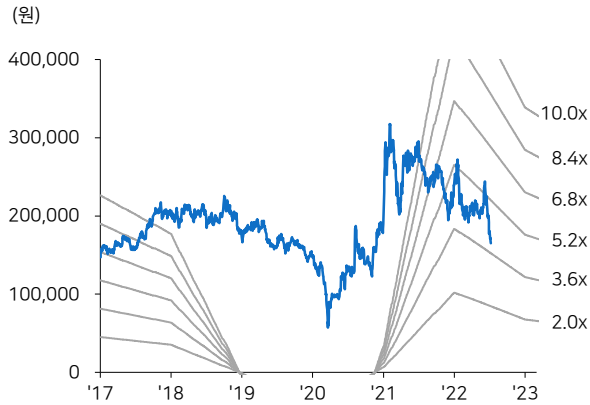
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK이노베이션 분기별 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	16,261.5	20,523.4	19,415.2	18,267.8	20,055.3	19,908.4	17,973.0	18,150.9	74,468.0	76,087.6	72,585.9
석유	10,642.7	14,122.2	12,659.6	11,276.0	12,878.5	12,621.4	10,492.4	10,307.3	48,700.5	46,299.6	40,914.2
화학	2,806.0	3,188.5	3,194.2	2,939.7	2,938.6	2,923.6	2,908.0	2,810.4	12,128.5	11,580.5	11,405.7
루브리컨츠	1,042.9	966.9	947.9	933.7	940.2	907.7	897.7	887.6	3,891.3	3,633.2	3,376.8
SK IET	134.2	142.9	174.0	225.0	261.2	297.3	303.5	337.0	676.1	1,198.9	1,677.0
SK On	1,259.9	1,582.8	1,970.5	2,442.6	2,726.3	2,858.2	3,078.1	3,517.8	7,255.8	12,180.4	14,108.3
광구	420.2	520.1	469.1	450.8	310.5	300.2	293.4	290.9	1,860.2	1,195.0	1,103.9
영업이익	1,649.1	2,502.7	1,879.1	1,448.8	1,303.9	1,168.6	1,124.3	1,222.2	7,479.7	4,819.1	4,321.9
%OP	10.1%	12.2%	9.7%	7.9%	6.5%	5.9%	6.3%	6.7%	10.0%	6.3%	6.0%
석유	1,506.7	2,345.4	1,570.7	1,176.9	1,062.8	908.4	725.7	761.8	6,599.8	3,458.7	2,411.3
화학	31.2	232.7	177.0	91.6	42.5	35.1	40.9	41.3	532.5	159.8	217.4
루브리컨츠	211.6	180.6	177.1	166.0	165.3	151.3	141.2	131.1	735.3	588.9	482.5
SK IET	-7.6	-0.3	9.2	19.7	25.6	33.2	41.1	48.2	21.0	148.1	287.2
SK On	-273.4	-380.6	-167.4	-113.6	-66.8	-31.4	105.0	170.0	-935.1	176.9	658.7
광구	198.2	124.8	112.6	108.2	74.5	72.1	70.4	69.8	543.8	286.8	264.9
세전이익	1,376.0	2,448.2	1,827.8	1,389.6	1,242.8	1,108.7	1,069.4	1,157.3	7,041.6	4,578.3	4,031.8
순이익(지배주주)	793.7	1,688.2	1,260.4	971.0	857.0	759.4	727.6	787.4	4,713.3	3,131.5	2,602.6
%YoY											
매출액	76.0	84.6	57.8	28.8	23.3	-3.0	-7.4	-0.6	59.0	2.2	-4.6
영업이익	228.1	394.1	203.8	1,044.2	-20.9	-53.3	-40.2	-15.6	326.4	-35.6	-10.3
세전이익	흑전	269.9	149.0	흑전	-9.7	-54.7	-41.5	-16.7	689.5	-35.0	-11.9
순이익(지배주주)	흑전	803.6	196.2	1,319.0	8.0	-55.0	-42.3	-18.9	1,447.4	-33.6	-16.9
%QoQ											
매출액	14.7	26.2	-5.4	-5.9	9.8	-0.7	-9.7	1.0			
영업이익	1,202.4	51.8	-24.9	-22.9	-10.0	-10.4	-3.8	8.7			
세전이익	흑전	77.9	-25.3	-24.0	-10.6	-10.8	-3.5	8.2			
순이익(지배주주)	1,060.0	112.7	-25.3	-23.0	-11.7	-11.4	-4.2	8.2			

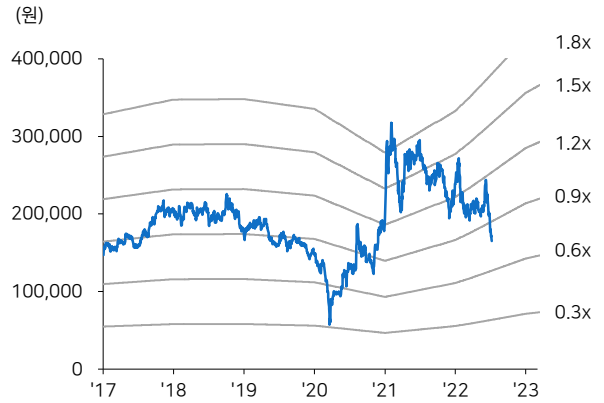
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드 차트



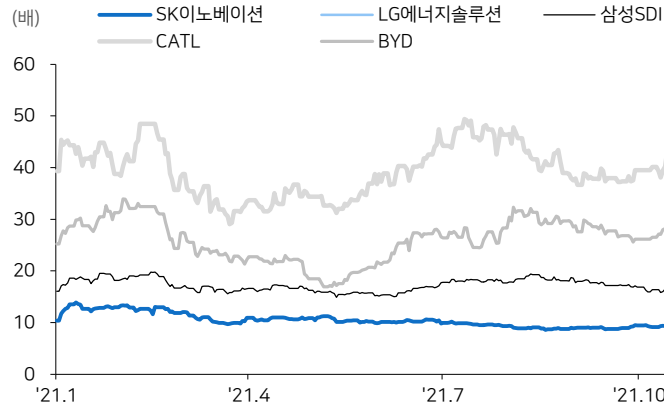
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드 차트



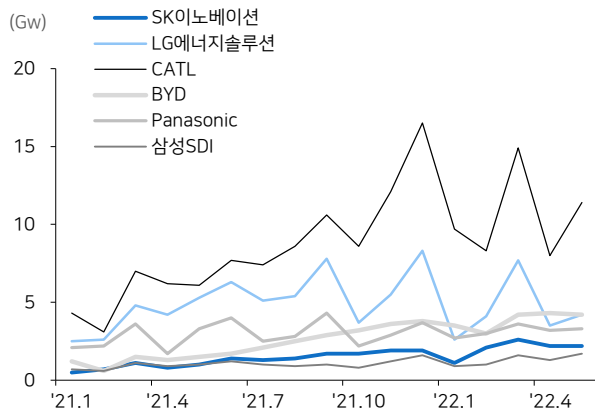
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 주요 이차전지 생산기업 EV/EBITDA 비교



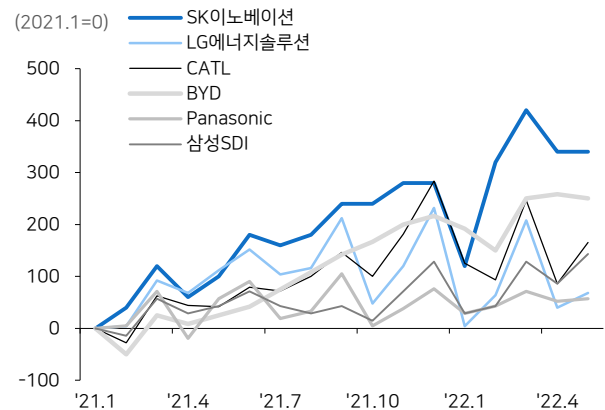
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 이차전지 출하량 비교



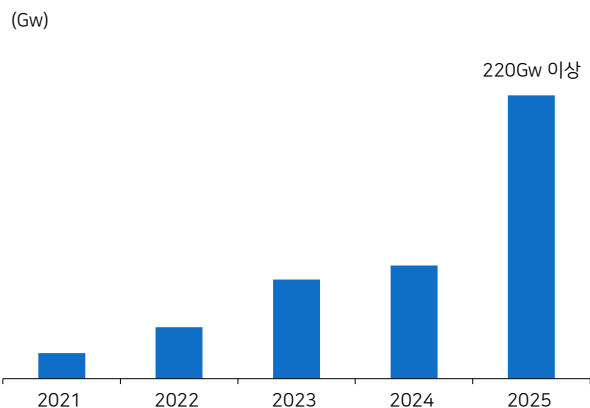
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2021년 이후 이차전지 출하량 변화(YTD)



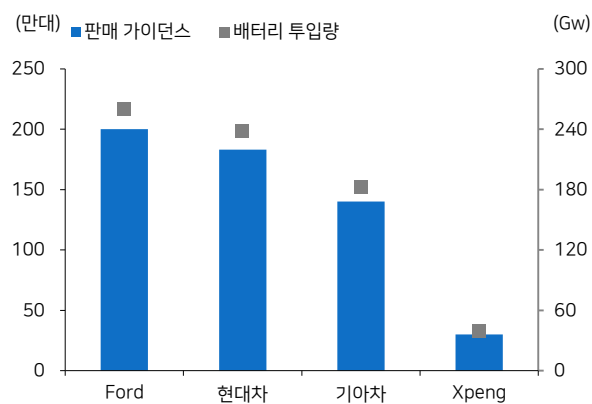
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SK On의 생산Capa 전망



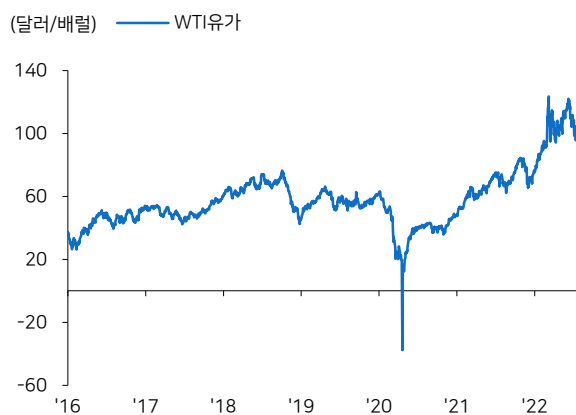
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림7 SK On의 주요 고객사들의 EV 생산량 목표



자료: 메리츠증권 리서치센터
 설명: Ford는 SK On 전량 공급, 현대/기아차 LGES와 공동 공급, VW는 판매량 가이드스 발표 전

그림8 WTI 유가 동향



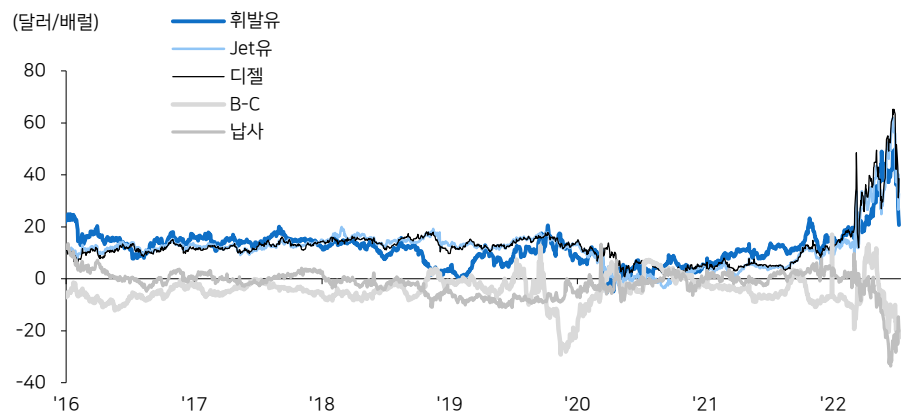
자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림9 싱가포르 정제마진 추이



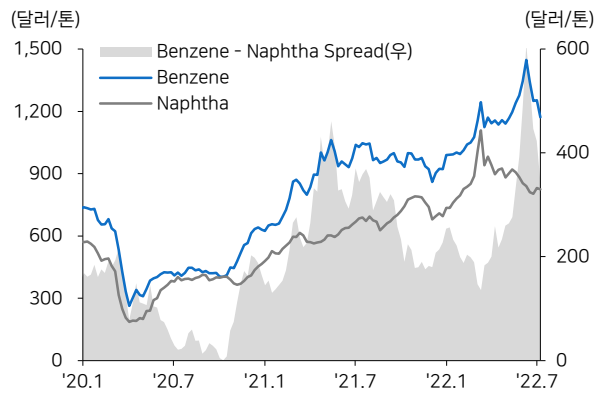
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 제품별 마진 추이



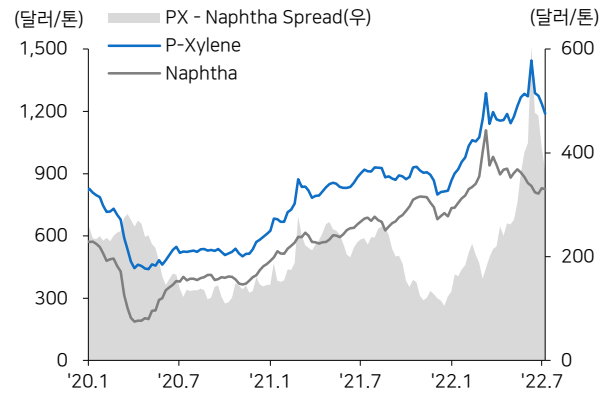
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림11 벤젠 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림12 P-X 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	34,549.9	46,842.9	74,468.0	76,087.6	72,585.9
매출액증가율 (%)	-29.9	35.6	59.0	2.2	-4.6
매출원가	34,877.5	42,649.1	64,411.2	68,717.5	65,830.9
매출총이익	-327.6	4,193.8	10,056.8	7,370.1	6,755.0
판매관리비	2,092.7	2,439.6	2,577.1	2,551.0	2,433.1
영업이익	-2,420.3	1,754.2	7,479.7	4,819.1	4,321.9
영업이익률	-7.0	3.7	10.0	6.3	6.0
금융손익	-197.3	-741.5	-584.8	-357.2	-406.4
종속/관계기업손익	-28.6	575.5	263.9	295.0	295.0
기타영업외손익	-112.3	-757.2	-103.1	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	-2,758.4	831.0	7,055.6	4,597.0	4,050.5
법인세비용	-598.2	373.7	1,918.7	1,177.2	1,062.3
당기순이익	-2,146.7	501.0	5,126.4	3,405.9	2,830.7
지배주주지분 순이익	-2,172.8	304.6	4,713.3	3,131.5	2,602.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	2,850.8	-483.0	4,327.4	4,946.6	4,913.5
당기순이익(손실)	-2,146.7	501.0	5,126.4	3,405.9	2,830.7
유형자산상각비	1,239.6	1,408.3	1,739.8	1,395.7	1,771.1
무형자산상각비	127.3	105.5	136.9	121.4	111.8
운전자본의 증감	4,272.1	-2,585.5	-3,409.0	23.6	200.0
투자활동 현금흐름	-4,128.7	-4,123.2	-4,390.6	-5,463.6	-4,936.9
유형자산의증가(CAPEX)	-3,763.1	-3,187.7	-4,168.3	-5,520.0	-5,414.3
투자자산의감소(증가)	-26.2	-42.8	-914.4	34.5	291.9
재무활동 현금흐름	2,144.7	5,029.7	5,716.1	3,119.6	2,596.8
차입금의 증감	2,499.0	2,682.3	5,828.6	3,119.6	2,596.9
자본의 증가	176.1	1,755.7	176.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	744.7	483.2	5,711.0	2,602.6	2,573.5
기초현금	2,196.0	2,940.7	3,423.8	9,134.8	11,737.4
기말현금	2,940.7	3,423.8	9,134.8	11,737.4	14,310.8

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	13,295.1	21,481.7	32,648.6	35,100.7	36,400.7
현금및현금성자산	2,940.7	3,423.8	9,134.8	11,737.4	14,310.8
매출채권	2,506.2	4,248.7	6,267.8	6,227.7	5,888.2
재고자산	3,878.4	7,849.1	11,160.3	11,088.9	10,484.5
비유동자산	25,203.1	28,075.8	31,927.6	35,896.0	39,135.5
유형자산	17,878.2	19,350.0	22,085.8	26,210.1	29,853.3
무형자산	1,223.9	1,906.9	1,830.2	1,708.8	1,597.0
투자자산	4,311.4	4,929.6	5,883.0	5,848.5	5,556.6
자산총계	38,498.2	49,557.4	64,576.2	70,996.7	75,536.2
유동부채	11,014.8	14,512.5	21,348.7	22,652.7	23,719.9
매입채무	2,764.4	5,661.2	8,360.2	8,306.8	7,854.0
단기차입금	1,530.3	864.1	4,039.9	4,839.9	6,419.9
유동성장기부채	1,708.8	1,830.8	1,700.6	1,500.6	1,400.6
비유동부채	12,024.8	15,411.8	18,364.7	20,075.4	20,717.1
사채	7,971.0	10,106.0	11,032.4	11,452.4	11,772.4
장기차입금	2,659.4	3,305.8	4,569.7	5,869.7	6,269.7
부채총계	23,039.7	29,924.3	39,713.4	42,728.1	44,437.0
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,941.9	7,697.6	7,873.7	7,873.7	7,873.7
기타포괄이익누계액	-129.6	501.2	745.4	745.4	745.4
이익잉여금	9,891.3	10,211.2	14,715.2	17,846.6	20,449.1
비지배주주지분	918.5	2,309.8	2,612.9	2,887.3	3,115.4
자본총계	15,458.5	19,633.2	24,862.8	28,268.6	31,099.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	373,652	506,599	805,359	822,875	785,005
EPS(지배주주)	-23,498	3,293	50,973	33,866	28,146
CFPS	-10,858	27,183	103,721	69,875	66,900
EBITDAPS	-11,392	35,342	101,188	68,525	67,103
BPS	155,153	184,853	237,423	270,838	298,609
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-8.1	72.4	3.4	5.1	6.1
PCR	-17.5	8.8	1.7	2.5	2.6
PSR	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2
PBR	1.2	1.3	0.7	0.6	0.6
EBITDA	-1,053.3	3,267.9	9,356.4	6,336.2	6,204.7
EV/EBITDA	-27.0	10.6	3.1	4.8	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-13.6	1.9	23.8	13.1	9.8
EBITDA 이익률	-3.0	7.0	12.6	8.3	8.5
부채비율	149.0	152.4	159.7	151.2	142.9
금융비용부담률	1.0	0.8	0.6	0.8	0.9
이자보상배율(x)	-6.8	4.5	15.6	8.3	6.7
매출채권회전율(x)	10.4	13.9	14.2	12.2	12.0
재고자산회전율(x)	6.7	8.0	7.8	6.8	6.7

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 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	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 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	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-34.9	-19.0	
2022.05.14	1년 경과				-	-	
2022.05.14	산업분석	Buy	365,000	노우호	-	-	