

2022. 8. 8



▲ 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 (8.5) 185,500 원**

**상승여력 96.8%**

KOSPI	2,490.80pt
시가총액	171,524억원
발행주식수	9,247만주
유동주식비율	56.68%
외국인비중	25.62%
52주 최고/최저가	272,000원/165,000원
평균거래대금	813.9억원

**주요주주(%)**

SK 외 11 인	33.79
국민연금공단	8.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.8	-18.6	-22.2
상대주가	-3.4	-10.2	2.3

**주가그래프**



# SK이노베이션 096770

## 2Q22 / NDR 후기: SK On Bottom-out 구간

- ✓ 금주 진행한 국내 투자자 대상 2Q22 NDR 주요 질의사항은 (1) SK On/leT 펀더멘털, (2) 기존 정유사업 전망, (3) 재무구조 건전성/배당 등으로 요약
- ✓ SK On에 대한 시장의 우려(수익성, 자본조달 Risk)는 하반기 해소될 전망으로 하반기 경쟁사 대비 주가 Discount 해소 모멘텀 예상: Pre-IPO/분기 적자폭 축소 구간
- ✓ 22년 연간 WTI유가 95달러/배럴 유지, 기존 사업의 분기별 이익 Soft-landing 예상
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 36.5만원을 유지

### 2Q22 NDR 주요 내용

금주 국내 투자자 대상 2Q22 Review NDR을 진행, 투자자들의 공통된 질의사항은 SK On/leT 사업 전망, 정유업 이익 전망, 재무건전성 및 배당 등으로 압축되었다. SK On/leT는 (1) 2H22 턴어라운드에 유사한 수익성 개선이 예상된다. 당사의 SK On 연간 추정 매출액은 7.8조원/영업적자 -8,484억원으로 동사의 연간 가이던스를 상회하겠다. 9월 전후 미국/헝가리 신규 공장의 가동률/수율 안정화 구간으로 고객사향 출하량 증가와 판매단가 상승을 반영했다. 기존 유럽 고객사들(VW/다임러)의 생산차질 완화 및 미국 Ford 신차 출시에 맞춘 출하량 증가이다. 수익성 Bep 달성 시점은 2Q23으로 예상된다. (2) 하반기 Pre-IPO를 통하여 투자재원을 확보할 예정, 사업가치보다는 조달금액에 초점을 두고 최대 4조원 내외의 재원을 마련할 계획이다. (3) 신규 폼팩터 기술 개발은 각형 및 LFP 사업성 검토 중, 소재는 양극재(하이니켈/망간리치), 음극재(실리콘 첨가비율 5% 이상)에 연구개발 중이다. 정유 업황은 여전히 견고할 전망이다. 6~7월 유가/정제마진 Overshooting의 되돌림 현상이 발생했지만 수요 계절성/낮아진 재고수준을 감안 시, 타이트한 공급 여건으로 향후 분기별 이익은 전분기 대비 Soft-landing을 예상된다. 2022년 연간 사상 최대 이익이 예상되나 배당지급 여력은 제한적이다. 각 계열사별 다수의 신규 투자 예정으로 DPS 정책보다는 신규 투자재원/부채상환 등이 우선시될 점이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 36.5만원을 유지

SK On의 전략 거점시장은 미국이다. 미국 시장 투자 전략은 (1) 단독 생산Capa 22Gw, (2) JV: Ford JV(블루오벌) 확장 및 현대차 JV 등으로 최대 220Gw 이상의 생산Capa를 확보할 전망이다. SK On의 22~24년 연평균 매출 성장률 +31%, 수익성의 추세적 개선을 추정한다. Buy 및 적정주가 36.5만원을 유지한다.

(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	72,754.4	5,850.4	3,329.0	36,002	602.8	222,652	5.2	0.8	4.3	17.4	169.3
2023E	74,596.4	3,643.8	2,367.9	25,608	-29.5	247,919	7.2	0.7	6.7	10.7	165.5
2024E	74,734.8	3,678.3	2,700.5	29,204	14.0	276,734	6.4	0.7	6.7	11.0	167.6

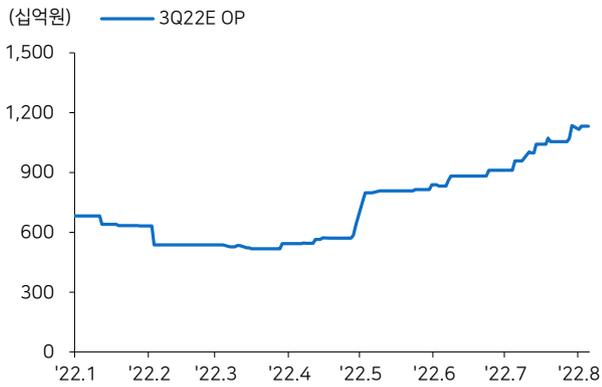
표1 SK이노베이션 분기별 실적 추정											
(십억원)	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>16,261.5</b>	<b>19,905.3</b>	<b>18,686.1</b>	<b>17,901.5</b>	<b>19,514.4</b>	<b>19,426.3</b>	<b>17,874.8</b>	<b>17,780.9</b>	<b>72,754.4</b>	<b>74,596.4</b>	<b>74,734.8</b>
석유	10,642.7	14,016.1	11,794.7	10,700.3	12,157.3	12,035.7	10,201.1	10,024.1	47,153.8	44,418.2	40,306.2
화학	2,806.0	2,892.8	2,977.8	2,735.5	2,769.0	2,737.7	2,731.6	2,635.7	11,412.1	10,873.9	10,702.5
루브리컨츠	1,042.9	1,228.0	947.9	933.7	940.2	907.7	897.7	887.6	4,152.4	3,633.2	3,376.8
SK IET	134.2	138.9	162.7	173.4	243.9	274.6	284.7	337.0	609.3	1,140.1	1,677.0
SK On	1,259.9	1,288.0	2,333.9	2,907.8	3,093.5	3,170.4	3,466.4	3,605.7	7,789.6	13,336.1	17,568.3
광구	420.2	399.5	469.1	450.8	310.5	300.2	293.4	290.9	1,739.7	1,195.0	1,103.9
<b>영업이익</b>	<b>1,649.1</b>	<b>2,329.2</b>	<b>955.4</b>	<b>916.8</b>	<b>806.7</b>	<b>858.0</b>	<b>939.5</b>	<b>1,039.6</b>	<b>5,850.4</b>	<b>3,643.8</b>	<b>3,678.3</b>
%OP	10.1%	11.7%	5.1%	5.1%	4.1%	4.4%	5.3%	5.8%	8.0%	4.9%	4.9%
석유	1,506.7	2,229.1	727.5	648.4	539.5	540.4	573.3	672.3	5,111.7	2,325.5	1,859.4
화학	31.2	76.0	88.3	91.6	82.5	75.1	60.9	61.3	287.1	279.8	292.4
루브리컨츠	211.6	255.2	177.1	166.0	165.3	151.3	141.2	131.1	809.9	588.9	482.5
SK IET	-7.6	-12.4	-4.5	5.4	12.9	16.6	17.1	22.0	-19.0	68.6	123.5
SK On	-273.4	-326.6	-145.5	-102.9	-68.1	2.6	76.6	83.0	-848.4	94.1	655.6
광구	198.2	166.2	112.6	108.2	74.5	72.1	70.4	69.8	585.2	286.8	264.9
<b>세전이익</b>	<b>1,376.0</b>	<b>2,010.1</b>	<b>899.1</b>	<b>848.2</b>	<b>733.1</b>	<b>783.3</b>	<b>867.3</b>	<b>955.3</b>	<b>5,133.5</b>	<b>3,339.0</b>	<b>3,299.7</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>793.7</b>	<b>1,276.1</b>	<b>643.3</b>	<b>615.0</b>	<b>524.5</b>	<b>556.7</b>	<b>612.3</b>	<b>674.4</b>	<b>3,328.2</b>	<b>2,367.9</b>	<b>2,700.5</b>
<b>%YoY</b>											
매출액	76.0	79.0	51.9	26.2	20.0	-2.4	-4.3	-0.7	55.3	2.5	0.2
영업이익	228.1	359.9	54.5	624.0	-51.1	-63.2	-1.7	13.4	233.5	-37.7	0.9
세전이익	흑전	203.7	22.5	흑전	-46.7	-61.0	-3.5	12.6	475.6	-35.0	-1.2
순이익(지배주주)	흑전	583.0	51.2	798.7	-33.9	-56.4	-4.8	9.7	992.7	-28.9	14.0
<b>%QoQ</b>											
매출액	14.7	22.4	-6.1	-4.2	9.0	-0.5	-8.0	-0.5			
영업이익	1,202.4	41.2	-59.0	-4.0	-12.0	6.3	9.5	10.6			
세전이익	흑전	46.1	-55.3	-5.7	-13.6	6.8	10.7	10.1			
순이익(지배주주)	1,060.0	60.8	-49.6	-4.4	-14.7	6.1	10.0	10.1			

자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK이노베이션 3Q22E Preview							
(십억원)	3Q22E	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	<b>18,686.1</b>	12,300.5	51.9	19,905.3	-6.1	<b>20,474.0</b>	-8.7
영업이익	<b>955.4</b>	618.5	54.5	2,329.2	-59.0	<b>1,133.1</b>	-15.7
세전이익	<b>899.1</b>	703.6	27.8	2,010.1	-55.3	<b>1,026.5</b>	-12.4
순이익(지배주주)	<b>643.3</b>	425.5	51.2	1,276.1	-49.6	<b>685.3</b>	-6.1
영업이익률(%)	<b>5.1</b>	5.0		11.7		<b>5.5</b>	
순이익률(%)	<b>3.4</b>	3.5		6.4		<b>3.3</b>	

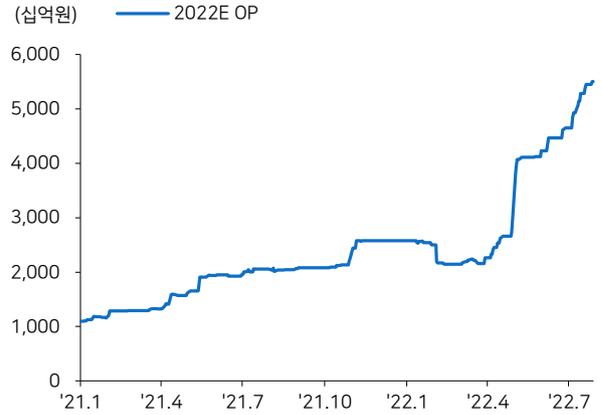
자료: SK이노베이션, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 3Q22E 영업이익 컨센서스 추이



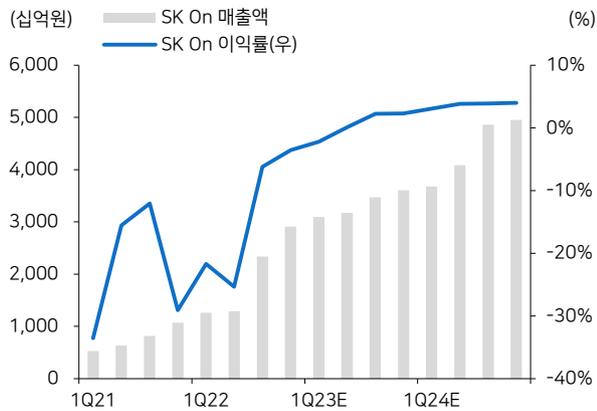
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 2022E 연간 영업이익 컨센서스 추이



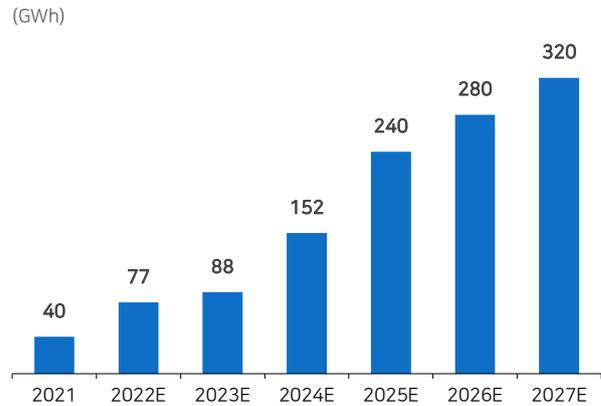
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK On의 실적 추정



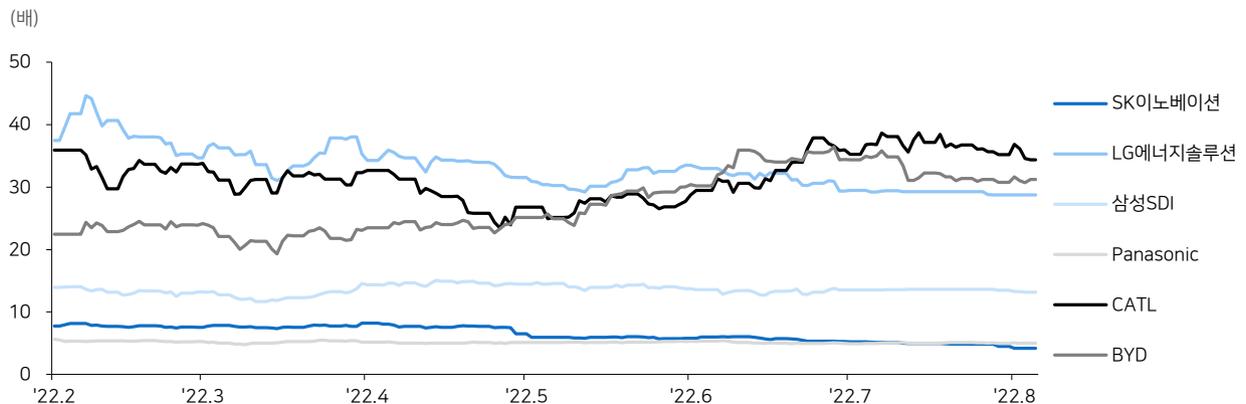
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK On의 생산Capa 전망



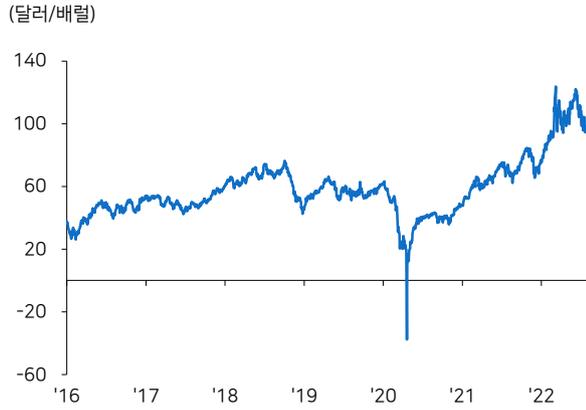
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내/외 이차전지 생산기업들의 EV/EBITDA 추이



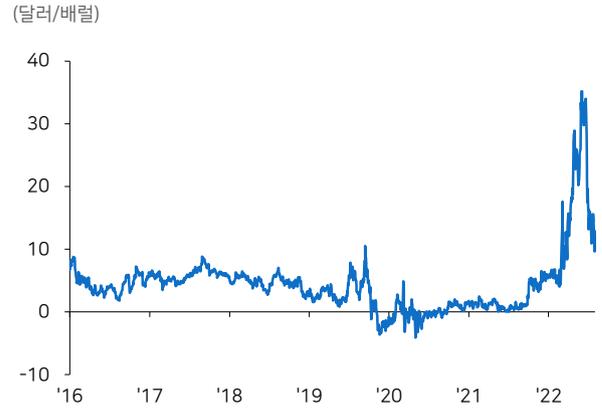
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 WTI 유가 추이



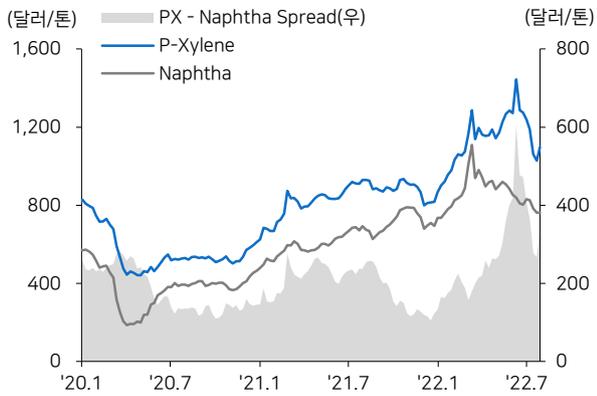
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림7 정제마진 추이



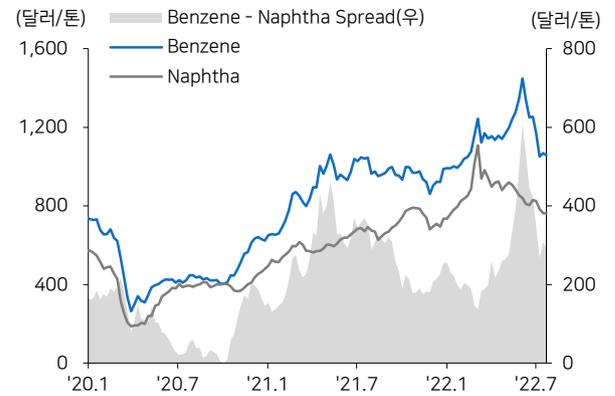
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 P-X 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림9 벤젠 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

## SK 이노베이션 (096770)

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>34,549.9</b>	<b>46,842.9</b>	<b>72,754.4</b>	<b>74,596.4</b>	<b>74,734.8</b>
매출액증가율 (%)	-29.9	35.6	55.3	2.5	0.2
매출원가	34,877.5	42,649.1	64,383.4	68,451.9	68,552.6
매출총이익	-327.6	4,193.8	8,371.0	6,144.5	6,182.1
판매관리비	2,092.7	2,439.6	2,520.6	2,500.7	2,503.9
<b>영업이익</b>	<b>-2,420.3</b>	<b>1,754.2</b>	<b>5,850.4</b>	<b>3,643.8</b>	<b>3,678.3</b>
영업이익률	-7.0	3.7	8.0	4.9	4.9
금융손익	-197.3	-741.5	-600.4	-421.1	-494.9
중속/관계기업손익	-28.6	575.5	263.9	295.0	295.0
기타영업외손익	-112.3	-757.2	-380.5	-178.8	-178.8
세전계속사업이익	-2,758.4	831.0	5,133.4	3,338.9	3,299.6
법인세비용	-598.2	373.7	1,612.7	856.9	866.1
<b>당기순이익</b>	<b>-2,146.7</b>	<b>501.0</b>	<b>3,520.8</b>	<b>2,482.1</b>	<b>2,830.7</b>
지배주주지분 순이익	-2,172.8	304.6	3,329.0	2,367.9	2,700.5

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>13,295.1</b>	<b>21,481.7</b>	<b>29,413.3</b>	<b>30,024.9</b>	<b>33,214.6</b>
현금및현금성자산	2,940.7	3,423.8	6,371.0	7,137.8	9,728.1
매출채권	2,506.2	4,248.7	6,142.1	6,100.7	6,260.5
재고자산	3,878.4	7,849.1	10,936.6	10,862.9	11,147.4
<b>비유동자산</b>	<b>25,203.1</b>	<b>28,075.8</b>	<b>33,227.3</b>	<b>38,309.2</b>	<b>43,249.5</b>
유형자산	17,878.2	19,350.0	23,493.7	28,732.5	33,647.2
무형자산	1,223.9	1,906.9	1,830.2	1,708.8	1,597.0
투자자산	4,311.4	4,929.6	5,774.9	5,739.3	5,876.7
<b>자산총계</b>	<b>38,498.2</b>	<b>49,557.4</b>	<b>62,640.7</b>	<b>68,334.1</b>	<b>76,464.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>11,014.8</b>	<b>14,512.5</b>	<b>21,047.8</b>	<b>22,548.7</b>	<b>25,611.3</b>
매입채무	2,764.4	5,661.2	8,192.6	8,137.4	8,350.6
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	1,700.6	2,000.6
<b>비유동부채</b>	<b>12,024.8</b>	<b>15,411.8</b>	<b>18,335.7</b>	<b>20,046.1</b>	<b>22,283.0</b>
사채	7,971.0	10,106.0	11,032.4	11,452.4	11,852.4
장기차입금	2,659.4	3,305.8	4,569.7	5,869.7	7,669.7
<b>부채총계</b>	<b>23,039.7</b>	<b>29,924.3</b>	<b>39,383.5</b>	<b>42,594.9</b>	<b>47,894.3</b>
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	13,330.8	15,698.7	18,399.1
비지배주주지분	918.5	2,309.8	2,391.6	2,505.8	2,636.0
<b>자본총계</b>	<b>15,458.5</b>	<b>19,633.2</b>	<b>23,257.2</b>	<b>25,739.3</b>	<b>28,569.9</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,850.8</b>	<b>-483.0</b>	<b>2,888.0</b>	<b>4,199.0</b>	<b>4,793.6</b>
당기순이익(손실)	-2,146.7	501.0	3,520.8	2,482.1	2,830.7
유형자산상각비	1,239.6	1,408.3	1,832.0	1,571.1	1,945.3
무형자산상각비	127.3	105.5	136.9	121.4	111.8
운전자본의 증감	4,272.1	-2,585.5	-3,334.9	24.4	-94.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-4,128.7</b>	<b>-4,123.2</b>	<b>-5,713.9</b>	<b>-6,751.8</b>	<b>-7,084.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-3,763.1	-3,187.7	-5,668.3	-6,810.0	-6,860.0
투자자산의감소(증가)	-26.2	-42.8	-806.4	35.6	-137.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>2,144.7</b>	<b>5,029.7</b>	<b>5,715.0</b>	<b>3,319.6</b>	<b>4,881.4</b>
차입금의 증감	2,499.0	2,682.3	5,827.4	3,319.6	4,881.5
자본의 증가	176.1	1,755.7	176.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	744.7	483.2	2,947.2	766.8	2,590.3
기초현금	2,196.0	2,940.7	3,423.8	6,371.0	7,137.8
기말현금	2,940.7	3,423.8	6,371.0	7,137.8	9,728.1

## Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	373,652	506,599	786,827	806,748	808,244
EPS(지배주주)	-23,498	3,293	36,002	25,608	29,204
CFPS	-10,858	27,183	84,213	59,009	67,619
EBITDAPS	-11,392	35,342	84,565	57,712	62,027
BPS	155,153	184,853	222,652	247,919	276,734
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-8.1	72.4	5.2	7.2	6.4
PCR	-17.5	8.8	2.2	3.1	2.7
PSR	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2
PBR	1.2	1.3	0.8	0.7	0.7
EBITDA	-1,053.3	3,267.9	7,819.3	5,336.4	5,735.3
EV/EBITDA	-27.0	10.6	4.3	6.7	6.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-13.6	1.9	17.4	10.7	11.0
EBITDA 이익률	-3.0	7.0	10.7	7.2	7.7
부채비율	149.0	152.4	169.3	165.5	167.6
금융비용부담률	1.0	0.8	0.7	0.8	0.9
이자보상배율(x)	-6.8	4.5	12.2	6.3	5.4
매출채권회전율(x)	10.4	13.9	14.0	12.2	12.1
재고자산회전율(x)	6.7	8.0	7.7	6.8	6.8

**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)	

**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)	
2020.07.29	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	-	-	