



BUY(Maintain)

목표주가: 260,000원

주가(11/30): 206,500원

시가총액: 192,733억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/30)	2,476.37pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	217,500원
등락률	-5.06%
수익률	절대
1W	-1.2%
6M	21.1%
1Y	35.4%
	상대
	-0.2%
	14.6%
	8.5%

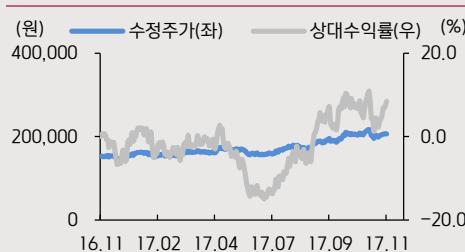
Company Data

발행주식수	93,714천주
일평균 거래량(3M)	255천주
외국인 지분율	41.52%
배당수익률(17E)	3.87%
BPS(17E)	201,252원
주요 주주	SK 외 2인
	33.42%
	국민연금관리공단
	10.08%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	395,205	460,191	499,781	492,278
보고영업이익	32,283	33,298	34,118	35,072
핵심영업이익	32,283	33,298	34,118	35,072
EBITDA	41,427	41,903	42,882	44,376
세전이익	24,234	34,171	33,531	33,952
순이익	17,214	25,064	26,154	26,482
지배주주지분순이익	16,713	24,536	25,648	25,970
EPS(원)	17,834	26,182	27,368	27,712
증감률(%YoY)	105.1	46.8	4.5	1.3
PER(배)	8.2	7.9	7.5	7.5
PBR(배)	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	3.6	4.7	4.5	4.2
보고영업이익률(%)	8.2	7.2	6.8	7.1
핵심영업이익률(%)	8.2	7.2	6.8	7.1
ROE(%)	9.7	13.1	12.5	11.6
순부채비율(%)	4.4	-0.4	-2.3	-4.5

Price Trend



기업브리프

SK이노베이션 (096770)

화끈한 투자로 체질이 변하고 있다



SK이노베이션은 계절적 성수기, 전 분기 일회성 비용 발생에 따른 기저효과 및 유가 상승으로 인한 재고평가의 증가로 올해 4분기에도 호실적을 지속할 전망입니다. 또한 동사는 새작년부터 이어진 실적 개선 및 강한 재무구조를 바탕으로 현재 화학/석유/소재(배터리/분리막) 등 전 사업부문의 제품믹스 고도화를 추진하고 있습니다. 동사에 대해 투자의견/목표주가를 유지하며, 정유주 Top-Pick으로 제시합니다.

>>> 2020년 배터리 생산능력, 12.2GWh로 증가

동사는 어제 유럽(헝가리)에 배터리 생산 공장을 설립하기 위하여, 8,402억원을 투자하기로 결정하였다. 동 공장의 생산능력은 7.5GWh로 내년 2월에 착공을 시작하여, 2020년 초부터 본격적인 양산에 들어갈 계획으로 보인다. 또한 동사는 약 500억원을 추가 투자하여 서산 7호기를 건설할 계획이다. 이에 동사의 전기차 배터리 생산능력은 작년 1.1GWh에서 내년 4.7GWh, 2020년 12.2GWh로 증가할 전망이다. 이번 증설 또한 신규 수주에 따른 공급 필요량 확대에 기인한 것으로 추정된다. 향후 추가적인 수주 발표가 예상된다.

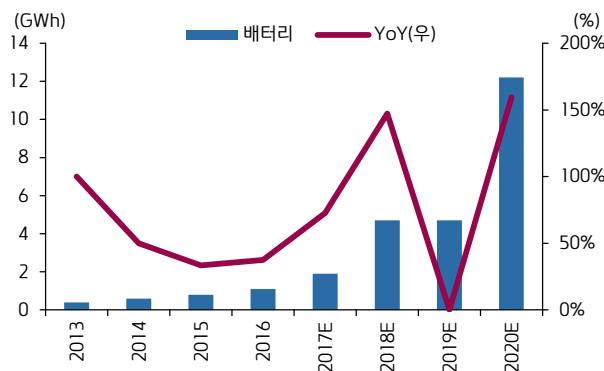
>>> LiBS, 공격적 증설로 세계 2위 시장 점유율 유지 전망

동사의 정보전자소재부문 실적이 일부 한계 사업(TAC) 구조조정 완료 및 분리막 사업 호조로 개선세가 이어지고 있다. 특히 분리막은 중국을 중심으로 급성장하는 전기차 수요 증가로 인하여 현재 총 9개 라인을 100% 가동하고 있는 것으로 보인다. 또한 동사는 현재 2기의 라인(10/11호기)을 증설 중에 있으며, Asahi Kasei Moriyama 증설(2018년 0.6억m², 2019년 2억m²)에 대응하고자 약 1,500억원을 투자하여 2기의 라인(12/13호기)을 재차 증설할 계획이다. 이에 동사의 분리막 생산능력은 2019년 5억m²으로 증가하며, 습식 분리막 시장에서 Asahi Kasei에 이어 세계 2위권 업체의 지위를 공고히 할 것으로 보인다. 한편 분리막이 속한 정보전자소재부문 실적은 매출액 2,426억원/영업이익 547억원(올해 3분기 누적 기준)을 기록하며, 견조한 실적을 지속하고 있다.

>>> 석유/화학부문, 고부가 제품믹스로 전환

동사의 화학부문은 외부 변수에 좌우되는 사업구조를 변경하기 위하여, 고부가 제품군 확보를 통한 제품믹스 다변화를 추진하고 있다. 동사는 새작년 넥슬렌 상업 가동에 이어, Dow Chemical로부터 EAA/PVDC 사업부문을 인수하며 고부가 포장재/접착제 시장에 진출하였다. 또한 동사의 석유부문은 2020년까지 약 1조원을 투자하여, VRDS(감압 잔사유 탈황설비, 4만배럴/일)를 신설할 계획이다. VRDS는 감압 잔사유를 원료로 경질유/저유황유를 생산하는 설비로, 이번 투자는 작년 말 IMO가 2020년부터 세계 선박 연료유 함량 규격을 3.5%에서 0.5%로 강화하기로 한 규제에 대한 조치로 보인다.

SK이노베이션 배터리 생산능력 추이



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 분리막 생산능력 추이



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 배터리 단순 모델(추정치)

구분	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
환율	1,095	1,050	1,100	1,170	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150
생산능력(시차조정)	0.4	0.6	0.8	0.9	1.5	3.3	4.7	8.5	13.6	18.2	28.5	41.1	52.8
생산능력(연말)	0.4	0.6	0.8	1.1	1.9	4.7	4.7	12.2	15.0	21.3	35.7	46.4	59.3
가동률(%)	20%	20%	56%	70%	60%	60%	60%	61%	62%	63%	64%	65%	65%
생산량(GWh)	0.1	0.1	0.4	0.6	0.9	2.0	2.8	5.1	8.3	11.3	18.0	26.3	34.3
단가(\$/KWh)	400	381	363	330	227	211	197	184	171	159	148	137	126
YoY(%)	-5%	-5%	-5%	-9%	-31%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-8%
매출액(십억원)	35	48	178	232	235	480	639	1,073	1,632	2,060	3,058	4,140	4,977
영업이익(십억원)	-13	-18	-44	-56	-40	-46	-32	-54	104	119	238	350	369
영업이익률(%)	-37%	-37%	-25%	-24%	-17%	-10%	-5%	-5%	6%	6%	8%	8%	7%
이자비용(십억원)	-1	-1	-1	-1	-3	-10	0	-27	-10	-23	-52	-39	-46
세전이익(십억원)	-14	-19	-45	-57	-43	-57	-32	-81	93	96	186	311	323
TAX(십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	-19	-19	-37	-62	-65
세후이익(십억원)	-14	-19	-45	-57	-43	-57	-32	-81	75	77	149	249	258
Capex(십억원)	18	18	18	27	72	252	0	675	253	569	1,292	965	1,157
감가상각비(십억원)	6	9	12	17	29	71	71	183	225	320	535	696	889
FCF(십억원)	-14	-19	-45	-57	-43	-57	-32	-81	75	77	149	249	258

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 분리막 단순 모델(추정치)

구분	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
환율	1,095	1,050	1,100	1,170	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150
생산능력(억 m ²)	1.7	2.1	2.5	2.5	2.5	3.3	5.0	5.0	6.3	7.9	9.5	11.4	13.5
YoY(%)	13%	24%	19%	0%	0%	32%	52%	0%	25%	26%	21%	20%	18%
가동률(%)	90%	70%	76%	76%	90%	80%	80%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
생산량(억 m ²)	1.5	1.5	1.9	1.9	2.3	2.3	3.5	4.5	5.0	6.3	7.6	9.1	10.8
단가(\$/m ²)	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
YoY(%)	0%	0%	0%	18%	0%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%
매출액(십억원)	128	118	160	200	233	254	358	374	436	511	573	639	703
Capex(십억원)	20	40	40	0	0	80	170	0	126	163	162	190	209
감가상각비(십억원)	28	35	42	42	42	55	83	75	88	95	114	137	162

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK프리마코(Primacor) 공장 사진



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK종합화학 고부가 화학제품 보유 이력

1Q14	- 울산 넥슬렌 생산설비 기계적 준공
3Q15	- SK 종합화학/SABIC 넥슬렌 싱가폴 합작법인 설립
1Q17	- Dow Chemical로부터 EAA 사업 인수 계약 체결
3Q17	- EAA 사업 인수 달 완료
4Q17	- Dow Chemical로부터 PVDC 사업 인수 계약 체결

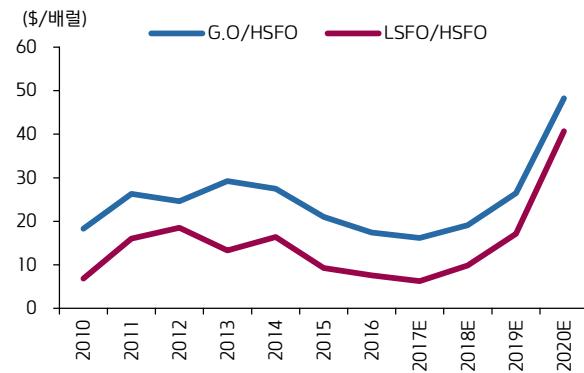
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 VRDS 신설 Investment Summary

Capacity	- VRDS 40MB/D - SRP 400T/D
Economics	- IRR 15% 이상 - Payback Period 4년
Capex	- 약 1조215 억원
Operation	- 2020년 7월~
Location	- 울산 CLX 내

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

GO, LSFO 스프레드(HSFO) 추이



자료: SK이노베이션 등, 키움증권 리서치

SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	9,458	10,280	9,703	10,079	11,387	10,561	11,759	12,312	65,861	48,356	39,521	46,019	49,978
석유	6,646	7,443	7,025	7,256	8,064	7,388	8,429	8,392	49,056	35,300	28,370	32,272	33,863
화학	1,968	1,945	1,834	1,940	2,333	2,164	2,292	2,857	12,639	9,288	7,687	9,647	11,642
윤활유	622	653	599	661	729	757	750	801	2,988	2,622	2,536	3,037	3,398
석유개발/기타	222	239	245	222	262	252	289	261	1,204	1,150	928	1,064	1,076
영업이익	845	1,120	415	849	1,004	421	964	941	-183	1,980	3,228	3,330	3,412
%OP	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.8%	4.0%	8.2%	7.6%	-0.3%	4.1%	8.2%	7.2%	6.8%
석유	491	705	92	652	454	12.5	526	546	-992	1,299	1,939	1,539	1,819
화학	224	303	215	176	455	334	326	273	359	431	919	1,388	1,103
윤활유	132	133	117	86	95	120	144	129	290	295	469	488	468
석유개발/기타	-2	-21	-9	-65	1	-45	-33	-8	119	-45	-98	-85	23

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	483,563	395,205	460,191	499,781	492,278
매출원가	441,968	345,617	409,276	449,170	440,961
매출총이익	41,595	49,588	50,916	50,611	51,317
판매비및일반관리비	21,799	17,305	17,618	16,493	16,245
영업이익(보고)	19,796	32,283	33,298	34,118	35,072
영업이익(핵심)	19,796	32,283	33,298	34,118	35,072
영업외손익	-3,254	-8,050	872	-587	-1,120
이자수익	565	855	873	1,186	1,210
배당금수익	91	92	180	215	219
외환이익	12,477	13,066	15,659	13,351	13,032
이자비용	2,676	2,530	2,179	2,618	2,947
외환손실	14,267	13,446	15,975	14,243	14,038
관계기업지분법손익	2,570	-1,240	2,703	2,786	2,773
투자및기타자산처분손익	-11	-170	-111	-109	-110
금융상품평가및기타금융이익	523	-943	-176	-852	-961
기타	-2,527	-3,734	-100	-303	-299
법인세차감전이익	16,541	24,234	34,171	33,531	33,952
법인세비용	6,566	7,019	8,990	7,377	7,469
유효법인세율 (%)	39.7%	29.0%	26.3%	22.0%	22.0%
당기순이익	8,677	17,214	25,064	26,154	26,482
지배주주지분순이익(억원)	8,149	16,713	24,536	25,648	25,970
EBITDA	29,311	41,427	41,903	42,882	44,376
현금순이익(Cash Earnings)	18,192	26,358	33,669	34,918	35,787
수정당기순이익	8,368	18,004	25,352	27,115	27,554
증감율(% YoY)					
매출액	-26.6	-18.3	16.4	8.6	-1.5
영업이익(보고)	N/A	63.1	3.1	2.5	2.8
영업이익(핵심)	N/A	63.1	3.1	2.5	2.8
EBITDA	386.8	41.3	1.1	2.3	3.5
지배주주지분 당기순이익	N/A	105.1	46.8	4.5	1.3
EPS	N/A	105.1	46.8	4.5	1.3
수정순이익	N/A	115.2	40.8	7.0	1.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	128,422	149,877	180,052	202,901	217,024
현금및현금성자산	30,197	26,442	36,320	46,804	63,270
유동금융자산	18,325	31,115	36,231	39,348	38,757
매출채권및유동채권	44,017	47,595	55,421	60,189	59,285
재고자산	35,598	44,453	51,762	56,215	55,371
기타유동비금융자산	286	273	318	345	340
비유동자산	185,177	175,936	181,912	194,919	208,360
장기매출채권및기타비유동채권	217	248	288	313	309
투자자산	26,784	25,673	28,812	31,872	34,786
유형자산	139,142	136,035	140,488	151,693	163,277
무형자산	16,631	12,723	11,666	10,697	9,808
기타비유동자산	2,404	1,258	658	344	180
자산총계	313,598	325,813	361,964	397,820	425,384
유동부채	74,940	87,365	98,936	105,985	104,649
매입채무및기타유동채무	50,808	65,288	76,024	82,564	81,325
단기차입금	3,893	219	219	219	219
유동성장기차입금	16,554	16,781	16,781	16,781	16,781
기타유동부채	3,684	5,077	5,912	6,421	6,324
비유동부채	68,195	55,397	62,369	72,479	82,352
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	61,301	48,697	54,697	64,197	74,197
기타비유동부채	6,894	6,700	7,672	8,281	8,155
부채총계	143,135	142,763	161,305	178,464	187,001
자본금	4,686	4,686	4,686	4,686	4,686
주식발행초과금	56,832	56,832	56,832	56,832	56,832
이익잉여금	94,496	106,708	124,278	142,918	161,843
기타자본	2,883	2,805	2,805	2,805	2,805
지배주주지분자본총계	158,897	171,032	188,601	207,241	226,167
비지배주주지분자본총계	11,566	12,019	12,057	12,116	12,216
자본총계	170,463	183,050	200,659	219,357	238,383
순차입금	33,227	8,140	-854	-4,955	-10,830
총차입금	81,748	65,697	71,697	81,197	91,197

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	40,857	36,778	27,629	30,132	33,330
당기순이익	8,677	17,214	25,064	26,154	26,482
감가상각비	8,032	7,991	7,547	7,794	8,416
무형자산상각비	1,483	1,153	1,057	969	889
외환손익	445	293	317	892	1,006
자산처분손익	518	287	111	109	110
지분법손익	-490	-854	-2,703	-2,786	-2,773
영업활동자산부채 증감	15,605	2,680	-3,651	-2,224	421
기타	6,588	8,014	-113	-776	-1,220
투자활동현금흐름	-13,454	-20,561	-17,267	-22,301	-19,281
투자자산의 처분	-7,636	-14,337	-5,752	-3,502	669
유형자산의 처분	1,002	404	0	0	0
유형자산의 취득	-4,488	-6,070	-12,000	-19,000	-20,000
무형자산의 처분	-2,444	-545	0	0	0
기타	112	-13	484	201	50
재무활동현금흐름	-27,683	-20,186	-484	2,653	2,417
단기차입금의 증가	-26,294	-3,677	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,389	-12,009	6,000	9,500	10,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-4,513	-7,456	-7,456	-7,456
기타	0	12	972	609	-127
현금및현금성자산의순증가	811	-3,755	9,878	10,484	16,466
기초현금및현금성자산	29,386	30,197	26,442	36,320	46,804
기말현금및현금성자산	30,197	26,442	36,320	46,804	63,270
Gross Cash Flow	25,253	34,097	31,280	32,356	32,909
Op Free Cash Flow	30,127	28,141	26,252	21,658	24,798

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	8,696	17,834	26,182	27,368	27,712
BPS	169,556	182,504	201,252	221,142	241,337
주당EBITDA	31,277	44,206	44,713	45,758	47,353
CFPS	19,412	28,126	35,927	37,260	38,187
DPS	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	14.9	8.2	7.9	7.5	7.5
PBR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.5	3.6	4.7	4.5	4.2
PCFR	6.7	5.2	5.7	5.5	5.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	8.2	7.2	6.8	7.1
영업이익률(핵심)	4.1	8.2	7.2	6.8	7.1
EBITDA margin	6.1	10.5	9.1	8.6	9.0
순이익률	1.8	4.4	5.4	5.2	5.4
자기자본이익률(ROE)	5.2	9.7	13.1	12.5	11.6
투하자본이익률(ROIC)	6.0	13.0	19.1	18.5	17.9
안정성(%)					
부채비율	84.0	78.0	80.4	81.4	78.4
순차입금비율	19.5	4.4	-0.4	-2.3	-4.5
이자보상배율(배)	7.4	12.8	15.3	13.0	11.9
활동성(배)					
매출채권회전율	9.0	8.6	8.9	8.6	8.2
재고자산회전율	11.0	9.9	9.6	9.3	8.8
매입채무회전율	8.2	6.8	6.5	6.3	6.0

Compliance Notice

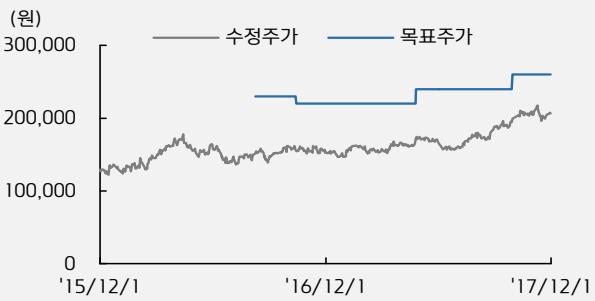
- 당사는 11월 30일 현재 'SK이노베이션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상		괴리율(%)	
				시점	평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
SK이노베이션 (096770)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	230,000원	6개월	-35.0	-31.3	
	2016/09/06	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-33.4	-29.6	
	2016/10/13	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-33.4	-29.6	
	2016/10/14	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.7	-26.8	
	2016/10/28	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.8	-26.8	
	2016/10/31	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-29.8	-26.6	
	2016/12/26	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-29.3	-26.1	
	2017/02/06	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.8	-23.6	
	2017/04/26	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-31.0	-26.0	
	2017/07/28	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-28.2	-18.3	
	2017/09/29	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-22.3	-19.2	
	2017/10/16	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-21.1	-16.3	
	2017/12/01	Buy(Maintain)	260,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기입	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%