



BUY(Maintain)

목표주가: 280,000원
주가(11/26): 197,000원
시가총액: 183,761억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/26)	2,083.02pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	225,500원	184,500원
등락률	-12.64%	6.78%
수익률	절대	상대
1W	-3.9%	-6.5%
6M	-2.5%	15.2%
1Y	-3.9%	17.4%

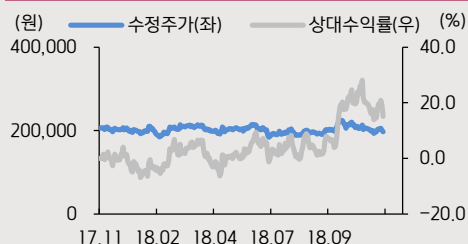
Company Data

발행주식수	93,714천주
일평균 거래량(3M)	218천주
외국인 지분율	38.87%
배당수익률(18E)	4.06%
BPS(18E)	205,207원
주요 주주	SK 외 2인 33.42%
	국민연금관리공단 10.00%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	395,205	462,609	540,396	563,255
보고영업이익	32,283	32,344	30,072	31,603
핵심영업이익	32,283	32,344	30,072	31,603
EBITDA	41,427	41,344	38,557	40,592
세전이익	24,234	32,348	26,772	29,471
순이익	17,214	21,451	18,937	22,987
지배주주지분순이익	16,713	21,038	18,359	22,229
EPS(원)	17,834	22,449	19,591	23,720
증감률(%YoY)	105.1	25.9	-12.7	21.1
PER(배)	8.2	9.1	10.1	8.3
PBR(배)	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	3.6	5.0	5.3	5.0
보고영업이익률(%)	8.2	7.0	5.6	5.6
핵심영업이익률(%)	8.2	7.0	5.6	5.6
ROE(%)	9.7	11.4	9.5	10.8
순부채비율(%)	4.4	6.4	7.9	5.6

Price Trend



탐방 코멘트

SK이노베이션 (096770)

올해 배터리 누적 수주 잔고, YoY 362% 증가



SK이노베이션의 올해 배터리 누적 수주 잔고는 300GWh로 작년 대비 362% 증가할 전망이다. 폭스바겐 등의 수주 확대에 기인합니다. 당사는 급증한 수주에 대응하기 위하여 현재 4.7GWh의 생산능력을 2022년 55GWh로 약 1,070% 확대할 계획입니다. 또한 현재 누적 수주 잔고의 90% 수준을 메탈가 연동 계약을 체결하며, 당사는 향후 코발트 등 메탈 가격 변동 리스크에 영향을 받지 않을 것으로 보입니다.

>>> 올해 누적 수주 잔고의 90%는 메탈가 연동 계약 체결

SK이노베이션의 올해 배터리 누적 수주 잔고는 300GWh(금액 기준 40조원 수준으로 추정)로 작년 대비 362% 증가할 전망이다. 폭스바겐 등의 수주 확대 등에 기인한다. 당사는 폭스바겐 MEB 프로젝트의 북미 물량과 일부 유럽 물량을 담당할 것으로 보인다. 한편 내년~내후년 동사의 누적 수주 잔고는 400GWh로 추가적으로 증가하며, 업계 1위인 LG화학을 빠르게 추격하고 있는 것으로 판단된다. 이에 당사는 현재 급증한 수주에 대응하기 위하여, 배터리 생산능력을 현재 4.7GWh에서 2022년 55GWh로 약 1,070% 증가시킬 전망이다.

또한 당사는 2020년에 배터리의 BEP를 목표로 하고 있다. 1) 신규 수주 프로그램 및 기존 프로그램에 대한 메탈가 연동은 현재 90% 수준에 육박하고 있고, 2) 규모의 경제 효과로 현재 매출액 대비 30%를 상회하는 R&D 비용이 급격히 낮아지고, 고정비 분산 효과도 발생할 것으로 예상되기 때문이다. 동사의 주요 공급선은 현대/기아차, BAIC, 다임러, 폭스바겐이나, 기술 확보를 기반으로 Top 10 업체와도 지속적으로 수주를 협의 중에 있는 것으로 보인다. 한편 당사는 NCM 811 양극재를 개발했고, 타 그레이드(예: NCM 111 등)와 혼용하여 일부 공급하고 있는 것으로 보인다.

>>> SK이노베이션, 미국 배터리 공장 건설 발표

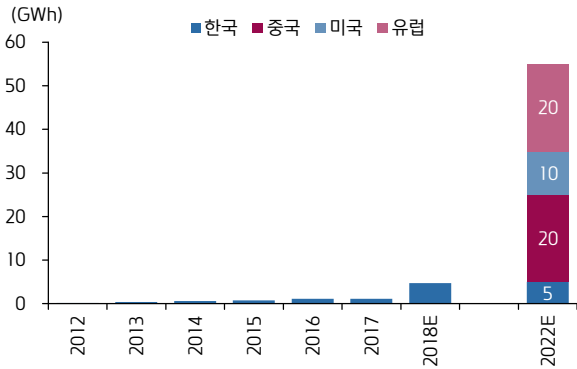
당사는 어제 미국 배터리 공장 신설을 발표하였다. 미국 조지아주 잭슨 카운티 커머스시에 1조1,396억원을 투자하여 9.8GWh의 규모의 전기차 배터리 공장을 건설할 계획이다. 2019년 초에 착공해 2022년부터 양산에 돌입할 계획으로 보인다. 한편 조지아주는 폭스바겐, BMW, 다임러, 볼보, 현대/기아차 등 글로벌 자동차 회사들이 위치한 미국 남동부의 생산 거점과의 연계성을 감안하면 성장성 측면에서 좋은 입지로 판단된다.

>>> 올해 분리막 영업이익, 800억원 상회 전망

당사는 내년 초부터 2020년까지 중국 창저우시에 분리막 설비를 신설할 계획이다. 이에 동사의 분리막 생산능력은 올해 3.6억m², 내년 5.0억m²(증평 12/13호기 가동), 2020년 8.5억m²(중국 1~4호기 가동)로 증가하며, Asahi

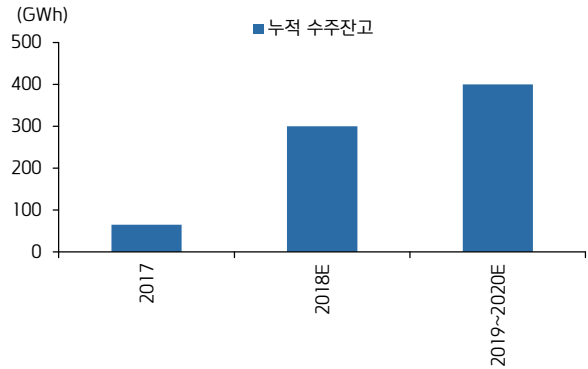
Kasei와 함께 세계 점유율 1~2위를 경쟁할 것으로 보인다. 한편 올해 2월 증평 10/11호기 가동으로 동사의 올해 분리막 영업이익은 800억원을 상회할 전망이다.

SK이노베이션 배터리 생산능력 추이



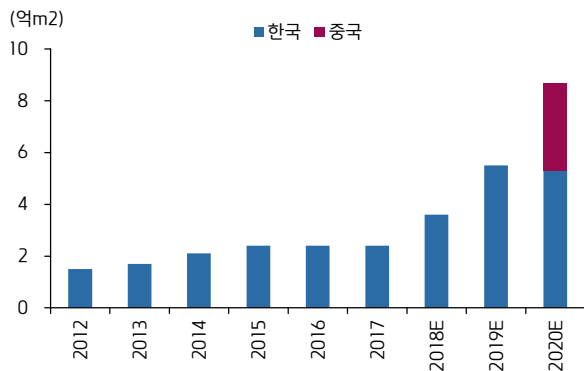
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 배터리 누적 수주 추이



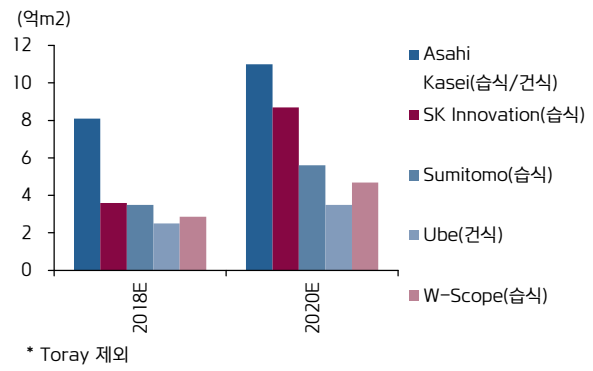
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 분리막 생산능력 추이/전망



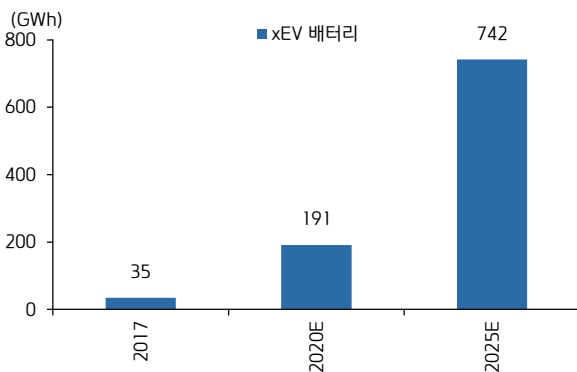
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

한국/일본 분리막 업체 생산능력 전망



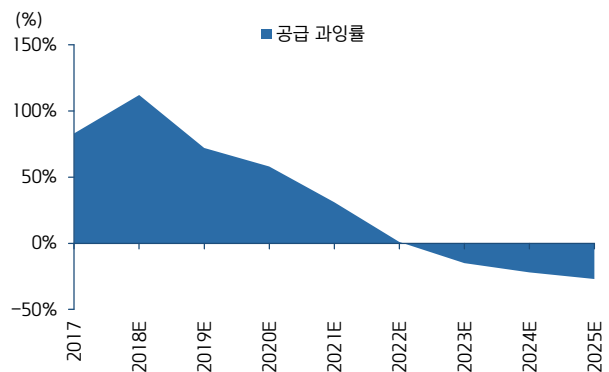
* Toray 제외
자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 xEV 배터리 시장 규모 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 배터리 공급 과잉률 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	483,563	395,205	462,609	540,396	563,255
매출원가	441,968	345,617	409,052	492,182	513,064
매출충이익	41,595	49,588	53,557	48,214	50,190
판매비및일반관리비	21,799	17,305	21,213	18,142	18,587
영업이익(보고)	19,796	32,283	32,344	30,072	31,603
영업이익(핵심)	19,796	32,283	32,344	30,072	31,603
영업외손익	-3,254	-8,050	4	-3,300	-2,132
이자수익	565	855	760	946	1,381
배당금수익	91	92	86	162	355
외환이익	12,477	13,066	12,113	11,932	11,646
이자비용	2,676	2,530	2,063	2,355	2,501
외환손실	14,267	13,446	11,108	12,757	12,426
관계기업지분법손익	2,570	-1,240	3,113	1,579	1,775
투자및기타자산처분손익	-11	-170	-171	-303	-312
금융상품평가및기타금융이익	523	-943	-1,488	-1,762	-416
기타	-2,527	-3,734	-1,239	-742	-1,634
법인세차감전이익	16,541	24,234	32,348	26,772	29,471
법인세비용	6,566	7,019	10,791	7,959	6,484
유효법인세율 (%)	39.7%	29.0%	33.4%	29.7%	22.0%
당기순이익	8,677	17,214	21,451	18,937	22,987
지배주주지분순이익(억원)	8,149	16,713	21,038	18,359	22,229
EBITDA	29,311	41,427	41,344	38,557	40,592
현금순이익(Cash Earnings)	18,192	26,358	30,452	27,422	31,977
수정당기순이익	8,368	18,004	22,556	21,002	23,716
증감율(% YoY)					
매출액	-26.6	-18.3	17.1	16.8	4.2
영업이익(보고)	N/A	63.1	0.2	-7.0	5.1
영업이익(핵심)	N/A	63.1	0.2	-7.0	5.1
EBITDA	386.8	41.3	-0.2	-6.7	5.3
지배주주지분 당기순이익	N/A	105.1	25.9	-12.7	21.1
EPS	N/A	105.1	25.9	-12.7	21.1
수정순이익	N/A	115.2	25.3	-6.9	12.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	128,422	149,877	162,192	185,556	202,370
현금및현금성자산	30,197	26,442	20,037	19,498	29,288
유동금융자산	18,325	31,115	23,394	27,327	28,483
매출채권및유동채권	44,017	47,595	58,802	68,689	71,595
재고자산	35,598	44,453	59,786	69,839	72,793
기타유동비금융자산	286	273	173	202	211
비유동자산	185,177	175,936	180,244	191,401	202,386
장기매출채권및기타비유동채권	217	248	285	333	347
투자자산	26,784	25,673	28,203	30,110	32,238
유형자산	139,142	136,035	135,872	146,397	156,343
무형자산	16,631	12,723	15,208	14,199	13,263
기타비유동자산	2,404	1,258	675	363	195
자산총계	313,598	325,813	342,436	376,956	404,756
유동부채	74,940	87,365	99,548	113,739	117,909
매입채무및기타유동채무	50,808	65,288	78,110	91,244	95,103
단기차입금	3,893	219	2,429	2,429	2,429
유동성장기차입금	16,554	16,781	12,724	12,724	12,724
기타유동부채	3,684	5,077	6,285	7,342	7,652
비유동부채	68,195	55,397	49,795	58,563	66,263
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	61,301	48,697	40,626	47,826	55,026
기타비유동부채	6,894	6,700	9,168	10,737	11,237
부채총계	143,135	142,763	149,343	172,302	184,172
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	120,417	131,867	147,465
기타자본	2,883	2,805	-1,077	-1,077	-1,077
지배주주지분자본총계	158,897	171,032	180,858	192,308	207,905
비지배주주지분자본총계	11,566	12,019	12,236	12,346	12,679
자본총계	170,463	183,050	193,093	204,654	220,584
순차입금	33,227	8,140	12,348	16,154	12,408
총차입금	81,748	65,697	55,779	62,979	70,179

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	40,857	36,778	21,802	20,646	28,640
당기순이익	8,677	17,214	21,451	18,937	22,987
감가상각비	8,032	7,991	7,910	7,475	8,054
무형자산상각비	1,483	1,153	1,090	1,010	935
외환손익	445	293	-755	825	780
자산처분손익	518	287	392	303	312
지분법손익	-490	-854	-1,706	-1,579	-1,775
영업활동자산부채 증감	15,605	2,680	-12,142	-5,826	-1,712
기타	6,588	8,014	5,562	-498	-941
투자활동현금흐름	-13,454	-20,561	-10,661	-22,578	-19,492
투자자산의 처분	-7,636	-14,337	6,374	-4,588	-1,349
유형자산의 처분	1,002	404	745	0	0
유형자산의 취득	-4,488	-6,070	-9,384	-18,000	-18,000
무형자산의 처분	-2,444	-545	-697	0	0
기타	112	-13	-7,700	10	-144
재무활동현금흐름	-27,683	-20,186	-16,707	1,392	642
단기차입금의 증가	-26,294	-3,677	2,234	0	0
장기차입금의 증가	-1,389	-12,009	-11,341	7,200	7,200
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-4,513	-7,566	-7,376	-7,058
기타	0	12	-35	1,569	500
현금및현금성자산의순증가	811	-3,755	-6,405	-539	9,790
기초현금및현금성자산	29,386	30,197	26,442	20,037	19,498
기말현금및현금성자산	30,197	26,442	20,037	19,498	29,288
Gross Cash Flow	25,253	34,097	33,944	26,473	30,352
Op Free Cash Flow	30,127	28,141	8,331	14,730	20,880

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	8,696	17,834	22,449	19,591	23,720
BPS	169,556	182,504	192,989	205,207	221,851
주당EBITDA	31,277	44,206	44,118	41,143	43,315
CFPS	19,412	28,126	32,494	29,262	34,122
DPS	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	14.9	8.2	9.1	10.1	8.3
PBR	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.5	3.6	5.0	5.3	5.0
PCFR	6.7	5.2	6.3	6.7	5.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	8.2	7.0	5.6	5.6
영업이익률(핵심)	4.1	8.2	7.0	5.6	5.6
EBITDA margin	6.1	10.5	8.9	7.1	7.2
순이익률	1.8	4.4	4.6	3.5	4.1
자기자본이익률(ROE)	5.2	9.7	11.4	9.5	10.8
투하자본이익률(ROIC)	6.0	13.0	12.1	15.7	15.4
안정성(%)					
부채비율	84.0	78.0	77.3	84.2	83.5
순차입금비율	19.5	4.4	6.4	7.9	5.6
이자보상배율(배)	7.4	12.8	15.7	12.8	12.6
활동성(배)					
매출채권회전율	9.0	8.6	8.7	8.5	8.0
재고자산회전율	11.0	9.9	8.9	8.3	7.9
매입채무회전율	8.2	6.8	6.5	6.4	6.0

Compliance Notice

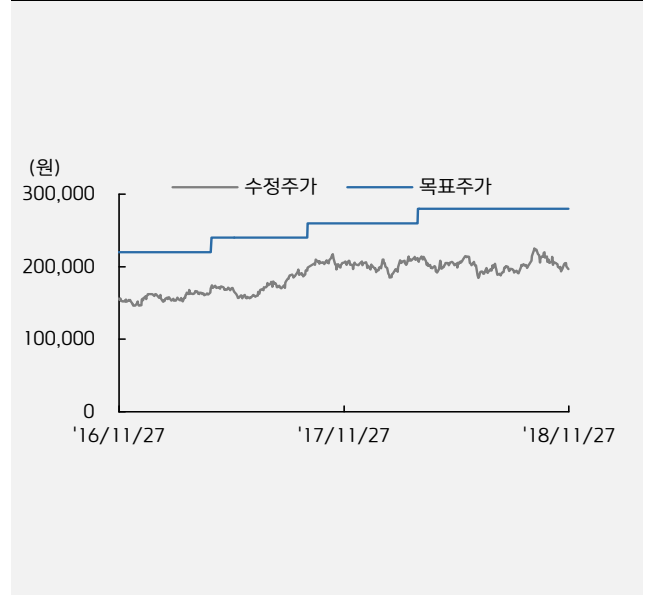
- 당사는 11월 26일 현재 'SK이노베이션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 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	-21.7	-16.3
	2018/02/01	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-22.0	-16.3
	2018/03/27	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-25.4	-25.0
	2018/03/30	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-25.7	-23.6
	2018/04/17	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-28.5	-23.2
	2018/10/15	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-25.0	-21.4
	2018/11/05	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-26.7	-21.4
	2018/11/27	Buy(Maintain)	280,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%