



BUY(Maintain)

목표주가: 240,000원
주가(01/14): 178,000원
시가총액: 165,999억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (01/14)	2,064.52pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	225,500원	166,500원
등락률	-21.06%	6.91%
수익률	절대	상대
1W	-3.5%	-3.3%
6M	-7.3%	3.8%
1Y	-11.4%	7.1%

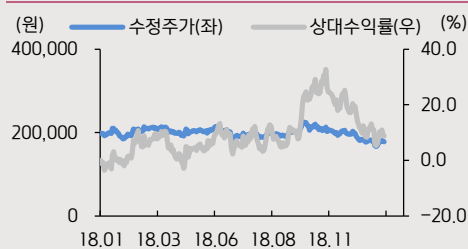
Company Data

발행주식수	93,714천주
일평균 거래량(3M)	244천주
외국인 지분율	38.00%
배당수익률(18E)	4.46%
BPS(18E)	200,621원
주요 주주	SK 외 2인 33.42%
	국민연금관리공단 10.00%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	395,205	462,609	564,151	640,674
보고영업이익	32,283	32,344	21,278	25,098
핵심영업이익	32,283	32,344	21,278	25,098
EBITDA	41,427	41,344	29,763	34,473
세전이익	24,234	32,348	21,074	24,710
순이익	17,214	21,451	14,493	19,274
지배주주지분순이익	16,713	21,038	14,061	18,638
EPS(원)	17,834	22,449	15,005	19,888
증감률(%YoY)	105.1	25.9	-33.2	32.5
PER(배)	8.2	9.1	12.0	9.0
PBR(배)	0.8	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.6	5.0	6.8	6.2
보고영업이익률(%)	8.2	7.0	3.8	3.9
핵심영업이익률(%)	8.2	7.0	3.8	3.9
ROE(%)	9.7	11.4	7.4	9.3
순부채비율(%)	4.4	6.4	14.6	18.5

Price Trend



SK이노베이션 (096770)

배터리/분리막 100% 생산/판매 중.....



SK이노베이션의 작년 4분기 영업이익은 -2,712억원으로 시장 기대치를 크게 하회할 전망이다. 석유사업의 재고평가손실 증가와 저가법 사용에 따른 레깅 효과가 기존 예상보다 크게 반영될 것으로 예상되기 때문이다. 다만 동사는 시장 성장성이 큰 배터리와 분리막 생산능력을 공격적으로 확대하고 있는 등 배터리 주식으로의 재평가가 필요한 시점으로 판단됩니다. 참고로 일부 보도 등에 따르면 동사는 2025년까지 배터리 생산능력을 100GWh로 확대할 것으로 보입니다.

>>> 작년 4분기 실적, 컨센서스를 크게 하회할 전망

SK이노베이션의 작년 4분기 영업이익은 -2,712억원으로 최근 낮아진 컨센서스(영업이익 2,341억원)를 크게 하회할 전망이다. 유가 하락에 따른 석유사업 부문 재고평가이익의 급격한 감소 등에 기인한다.

1) 석유사업부문 영업이익은 -5,960억원으로 전 분기(영업이익 4,084억원) 대비 큰 폭으로 실적이 둔화될 전망이다. 유가 하락으로 재고평가이익의 급락이 예상되고, 휘발유 크랙 축소로 정제마진이 둔화되었으며, 석유제품 레깅 효과(저가법)가 실적에 부정적으로 작용할 것으로 추정되기 때문이다.

2) 화학부문 영업이익은 3,028억원으로 전 분기 대비 12.4% 감소할 전망이다. PX의 견고한 스프레드 지속에도 불구하고, 원재료 레깅 효과에 따른 올레핀/벤젠 등의 마진 축소에 기인한다.

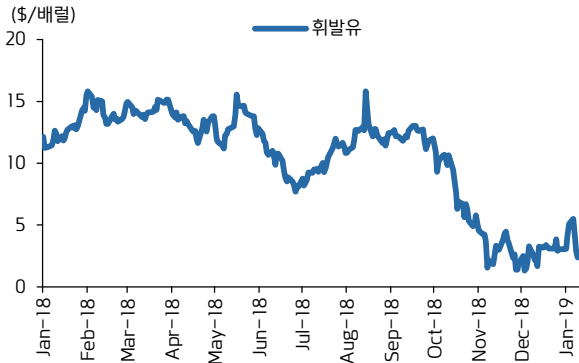
3) 윤활기유부문 영업이익은 1,098억원으로 전 분기 대비 -16.8% 감소할 전망이다. 스프레드 축소와 비수기 효과 때문이다. 석유개발 및 기타부문도 분리막이 견조한 실적을 지속하고 있으나, 유가 하락에 따른 E&P 마진 훼손 및 일부 광구 상각 처리 발생 가능성과 배터리 증설 확대 등으로 전 분기 대비 적자가 확대될 것으로 예상된다. 다만 동사의 분리막과 배터리는 견고한 수급 상황 지속으로 현재 100% 생산/판매가 지속되고 있으며, 분리막은 작년 연간 800억원 수준의 영업이익을 기록한 것으로 추정된다.

한편 유가 하락에 따른 파생상품 섯포지션의 헤징 효과로 작년 4분기 세전이익은 소폭의 흑자가 예상된다.

>>> 배터리 주식으로의 재평가가 필요한 시점

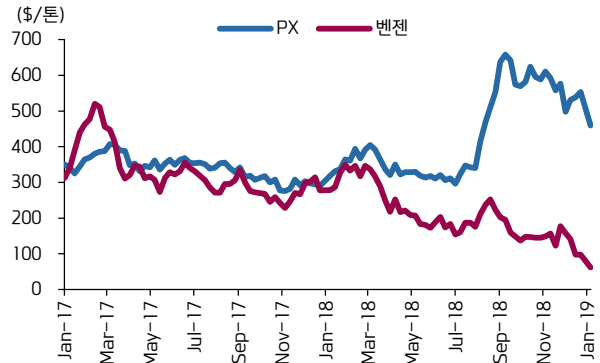
동사의 작년 말 배터리 수주 잔고는 320GWh로 세계 3위권 수주를 확보하고 있으며, 일부 보도 등에 따르면, 2025년까지 배터리 생산능력을 100GWh로 확대 고려하는 등 배터리 주식으로의 재평가가 필요한 시점으로 보인다. 한편 동사는 소재 밸류체인 중 견고한 마진율을 유지하고 있는 분리막 생산능력을 작년 3.6억㎡에서 올해 5.3억㎡, 내년 8.7억㎡로 확대할 계획이다.

싱가폴 휘발유 크랙 추이(Spot)



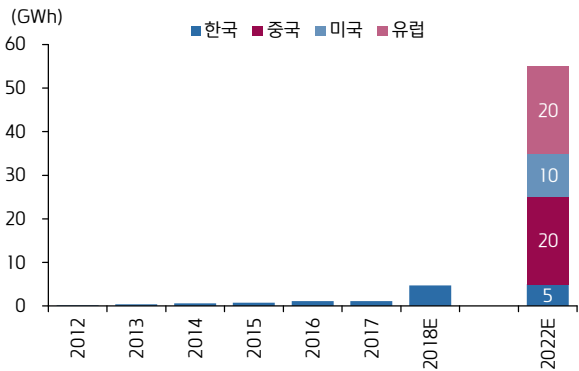
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

국내 PX/벤젠 스프레드 추이(Spot)



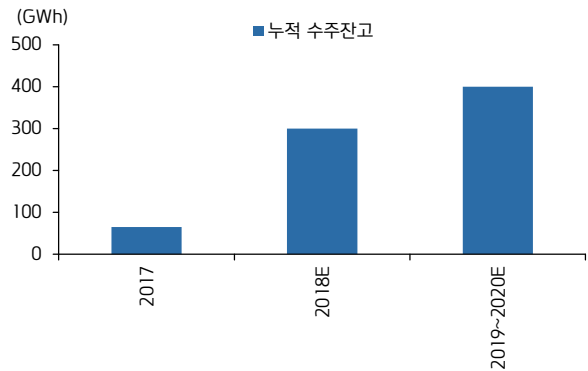
자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

SK이노베이션 배터리 생산능력 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 배터리 누적 수주 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	11,370	10,541	11,759	12,590	12,166	13,438	14,959	15,852	48,356	39,521	46,261	56,415	64,067
석유	8,064	7,388	8,429	9,457	8,687	9,773	10,900	11,892	35,300	28,370	33,337	41,252	47,738
화학	2,333	2,164	2,292	2,550	2,439	2,532	2,886	2,821	9,288	7,687	9,339	10,678	11,524
운활유	729	757	750	812	780	818	823	797	2,622	2,536	3,047	3,217	3,350
석유개발/기타	262	252	289	301	260	316	350	342	1,150	928	1,103	1,268	1,456
영업이익	1,004	419	964	845	712	852	836	-271	1,980	3,228	3,234	2,128	2,510
%OP	8.8	4.0	8.2	6.7	5.8	6.3	5.6	-1.7	4.1	8.2	7.0	3.8	3.9
석유	454	13	526	509	325	533	408	-596	1,299	1,939	1,502	671	1,086
화학	455	334	326	263	285	238	346	303	431	919	1,377	1,171	1,065
운활유	95	120	144	146	129	126	132	110	295	469	505	497	521
석유개발/기타	1	-45	-33	-73	-27	-46	-50	-88	-45	-98	-150	-211	-162

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

Compliance Notice

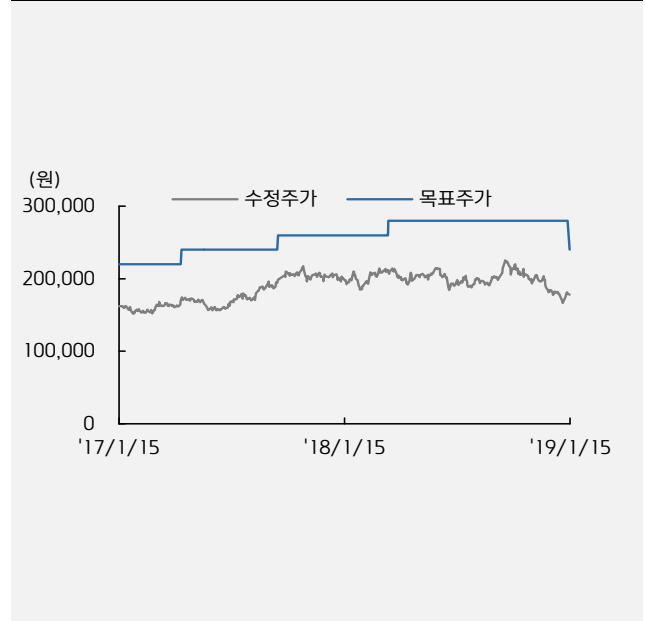
- 당사는 1월 14일 현재 'SK이노베이션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사정	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	-30.9	-21.4
2019/01/15	Buy(Maintain)	240,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%