



BUY(Maintain)

목표주가: 260,000원
주가(02/28): 188,000원
시가총액: 175,415억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (02/28)	2,195.44pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	225,500원	166,500원
등락률	-16.63%	12.91%
수익률	절대	상대
1W	3.9%	3.0%
6M	-3.8%	0.9%
1Y	-8.5%	1.1%

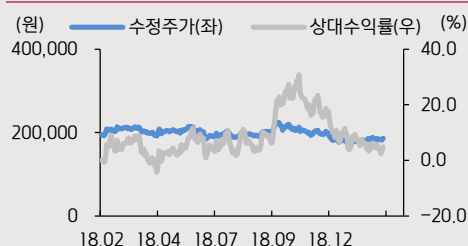
Company Data

발행주식수	93,714천주
일평균 거래량(3M)	247천주
외국인 지분율	37.68%
배당수익률(18E)	4.46%
BPS(18E)	202,995원
주요 주주	SK 외 3인
	국민연금관리공단
	9.66%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	395,205	462,609	545,109	642,899
보고영업이익	32,283	32,344	21,202	22,827
핵심영업이익	32,283	32,344	21,202	22,827
EBITDA	41,427	41,344	29,687	31,652
세전이익	24,234	32,348	23,804	22,714
순이익	17,214	21,451	16,871	17,717
지배주주지분순이익	16,713	21,038	16,286	17,185
EPS(원)	17,834	22,449	17,378	18,338
증감률(%YoY)	105.1	25.9	-22.6	5.5
PER(배)	8.2	9.1	10.3	10.3
PBR(배)	0.8	1.1	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	3.6	5.0	6.4	6.5
보고영업이익률(%)	8.2	7.0	3.9	3.6
핵심영업이익률(%)	8.2	7.0	3.9	3.6
ROE(%)	9.7	11.4	8.5	8.5
순부채비율(%)	4.4	6.4	7.7	11.3

Price Trend



기업브리프

SK이노베이션 (096770)

리스크를 감당했으면, 밸류를 반영하는 것이 맞다



SK이노베이션은 사업 다각화 및 정유사업 헤지를 위하여, 배터리/분리막의 공격적인 투자를 진행하고 있습니다. 배터리의 수주잔고/생산능력 및 분리막의 높은 마진율 등을 시가총액에 추가할 필요가 있습니다. 한편 올해 4월 물적분할하는 분리막부문의 2021년 생산량은 작년 대비 약 3배 증가할 전망입니다. ASP 하락 등을 고려하더라도, 동사의 분리막부문은 3~4조원의 밸류를 적용해야 할 것으로 보입니다.

>>> 2022년 배터리 생산능력, 60GWh 목표

SK이노베이션은 약 1조원을 투자해, 유럽 지역에 2번째 배터리 생산기지를 건설할 계획이다. 2번째 배터리 라인은 기존 헝가리 코마름 유희부지를 활용해, 2022년 초부터 본격적인 양산을 할 것으로 보인다. 한편 동사는 국내 생산(4.7GWh), 헝가리 코마름(7.5GWh, 1차), 중국 창저우(7.5GWh), 미국 조지아(9.8GWh) 등을 포함해 2022년 60GWh의 배터리 생산능력을 확보할 계획이다. 안정적 재무구조를 바탕으로 한 공격적 배터리 투자 및 수주잔고 확대에도 불구하고, 동사의 시가총액은 배터리부문의 밸류에이션을 반영하지 못하고 있다. 2020년 기준 Top 5 배터리 업체들의 GWh 당 평균 시가총액은 0.4조원 수준으로 평가된다. 참고로 동사의 배터리 생산능력은 작년 4.7GWh에서 2020년 20GWh로 증가할 전망이다. 당 리서치센터는 향후 배터리 산업은 지난 3~4년 동안 사이클 개선에 따른 유보 현금을 창출한 정유/화학 업체 및 정부 보조금 지원 가능한 업체 중 상위 5~7 업체로 집중될 것으로 판단한다.

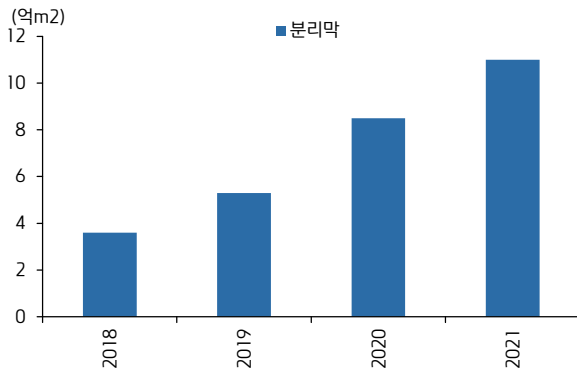
>>> 분리막 가치, 현재 시가총액의 20% 이상 상승 요인

동사는 분리막 사업을 4월 1일 물적분할할 계획이다. 사업 전문성 제고, 경영 효율성 강화 및 높은 마진율 확보로 배터리부문과 다르게 모 기업의 인큐베이팅이 더 이상 필요한 상황이 아니기 때문이다. 작년 상반기 국내 No.10/11 호기 생산라인이 가동된 동사의 분리막 사업은 작년 800억원을 상회하는 영업이익을 기록하였다. 국내 No.12/13호기, 중국 창저우 라인이 본격적으로 가동하는 2021년에는 작년 대비 생산량이 약 3배 증가할 전망이다. ASP 하락 등을 적용하더라도, 동사의 분리막 사업은 2021년 2,000억원 수준의 영업이익을 기록할 전망이다. 경쟁사의 Valuation을 적용하면, 동사의 분리막 가치는 보수적으로도 3~4조원 수준으로 평가된다.

>>> 3~8월, 휘발유 크랙 반등 전망

최근 약세를 지속하고 있는 휘발유 크랙은 올해 3월부터 점진적인 반등이 예상된다. 3월 미국을 필두로 500만B/D를 상회하는 세계 CDU들의 정기보수로 역내/외 휘발유 과잉 재고가 감소하고, 이후 드라이빙 시즌 도래로 북반구 휘발유 수요의 개선이 예상되기 때문이다.

SK이노베이션 분리막 생산능력 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

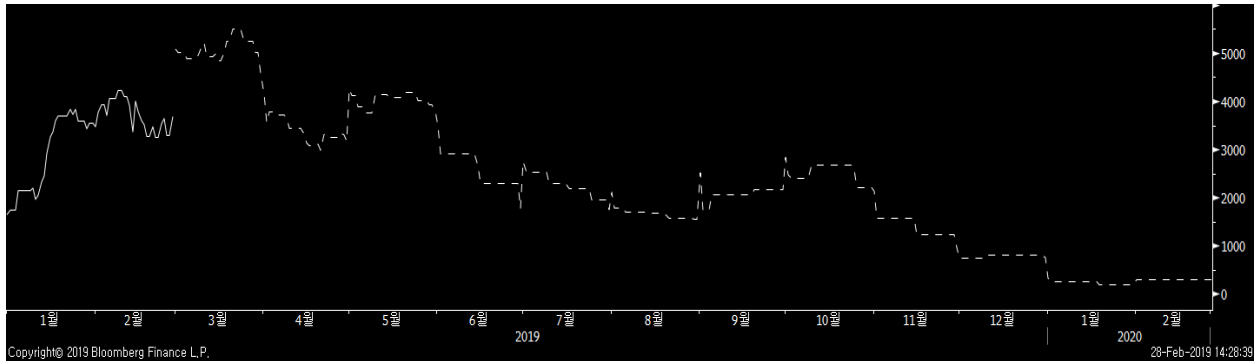
주요 배터리 업체 생산능력(2020년)과 시가총액

구분	시가총액(A)	생산능력(B)	Ratio(A/B)
LG 화학	28	105	26%
Panasonic	25	55	46%
CATL	30	55	54%
BYD	10	36	29%
삼성 SDI	16	29	57%
Guoxuan High Tech	3	16	18%
SK 이노베이션	?	20	?

* 생산능력 2020년 기준, 시가총액 3월 1일 기준

자료: 각사, Bloomberg, 키움증권 리서치

세계 CDU 정기보수 추이/전망(2019년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	16,333	16,126	16,147	15,684	48,356	39,521	46,261	54,511	64,290
석유	8,687	9,773	10,900	9,833	12,107	11,954	11,950	11,727	35,300	28,370	33,337	39,194	47,738
화학	2,439	2,532	2,886	2,828	2,960	2,920	2,920	2,723	9,288	7,687	9,339	10,684	11,524
윤활유	780	818	823	846	850	838	838	823	2,622	2,536	3,047	3,266	3,350
석유개발/기타	260	316	350	441	416	414	438	411	1,150	928	1,103	1,367	1,678
영업이익	712	852	836	-279	441	650	720	472	1,980	3,228	3,226	2,120	2,283
%OP	5.8%	6.3%	5.6%	-2.0%	2.7%	4.0%	4.5%	3.0%	4.1%	8.2%	7.0%	3.9%	3.6%
석유	325	533	408	-554	81	280	350	226	1,299	1,939	1,502	713	936
화학	285	238	346	250	312	305	305	183	431	919	1,377	1,118	1,105
윤활유	129	126	132	74	87	106	106	104	295	469	505	461	404
석유개발/기타	-27	-46	-50	-48	-40	-41	-41	-42	-45	-98	-150	-171	-162

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	483,563	395,205	462,609	545,109	642,899
매출원가	441,968	345,617	409,052	505,610	598,856
매출총이익	41,595	49,588	53,557	39,499	44,043
판매비및일반관리비	21,799	17,305	21,213	18,297	21,216
영업이익(보고)	19,796	32,283	32,344	21,202	22,827
영업이익(핵심)	19,796	32,283	32,344	21,202	22,827
영업외손익	-3,254	-8,050	4	2,603	-114
이자수익	565	855	760	949	1,510
배당금수익	91	92	86	162	388
외환이익	12,477	13,066	12,113	11,932	11,646
이자비용	2,676	2,530	2,063	2,372	2,679
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	4,894	-16
기타	-2,527	-3,734	-1,239	-1,482	0
법인세차감전이익	16,541	24,234	32,348	23,804	22,714
법인세비용	6,566	7,019	10,791	7,058	4,997
유효법인세율 (%)	39.7%	29.0%	33.4%	29.6%	22.0%
당기순이익	8,677	17,214	21,451	16,871	17,717
지배주주지분순이익(억원)	8,149	16,713	21,038	16,286	17,185
EBITDA	29,311	41,427	41,344	29,687	31,652
현금순이익(Cash Earnings)	18,192	26,358	30,452	25,356	26,541
수정당기순이익	8,368	18,004	22,556	12,280	18,045
증감율(% YoY)					
매출액	-26.6	-18.3	17.1	17.8	17.9
영업이익(보고)	N/A	63.1	0.2	-34.4	7.7
영업이익(핵심)	N/A	63.1	0.2	-34.4	7.7
EBITDA	386.8	41.3	-0.2	-28.2	6.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	105.1	25.9	-22.6	5.5
EPS	N/A	105.1	25.9	-22.6	5.5
수정순이익	N/A	115.2	25.3	-45.6	46.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	40,857	36,778	21,802	18,227	17,591
당기순이익	8,677	17,214	21,451	16,871	17,717
감가상각비	8,032	7,991	7,910	7,475	7,889
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	-6,180	-7,325
기타	6,588	8,014	5,562	-498	-942
투자활동현금흐름	-13,454	-20,561	-10,661	-19,856	-25,912
투자자산의 처분	-7,636	-14,337	6,374	-4,866	-5,768
유형자산의 처분	1,002	404	745	0	0
유형자산의 취득	-4,488	-6,070	-9,384	-15,000	-20,000
무형자산의 처분	-2,444	-545	-697	0	0
기타	112	-13	-7,700	10	-144
재무활동현금흐름	-27,683	-20,186	-16,707	3,279	6,826
단기차입금의 증가	-26,294	-3,677	2,234	0	0
장기차입금의 증가	-1,389	-12,009	-11,341	9,000	12,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-4,513	-7,566	-7,376	-7,058
기타	0	12	-35	1,656	1,884
현금및현금성자산의순증가	811	-3,755	-6,405	1,650	-1,494
기초현금및현금성자산	29,386	30,197	26,442	20,037	21,688
기말현금및현금성자산	30,197	26,442	20,037	21,688	20,193
Gross Cash Flow	25,253	34,097	33,944	24,406	24,916
Op Free Cash Flow	30,127	28,141	8,331	8,507	4,327

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	128,422	149,877	162,192	189,193	217,749
현금및현금성자산	30,197	26,442	20,037	21,688	20,193
유동금융자산	18,325	31,115	23,394	27,566	32,511
매출채권및유동채권	44,017	47,595	58,802	69,288	81,718
재고자산	35,598	44,453	59,786	70,448	83,086
기타유동비금융자산	286	273	173	204	240
비유동자산	185,177	175,936	180,244	188,443	202,271
장기매출채권및기타비유동채권	217	248	285	336	396
투자자산	26,784	25,673	28,203	30,149	32,909
유형자산	139,142	136,035	135,872	143,397	155,508
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	377,637	420,020
유동부채	74,940	87,365	99,548	114,599	132,439
매입채무및기타유동채무	50,808	65,288	78,110	92,040	108,551
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	7,406	8,734
비유동부채	68,195	55,397	49,795	60,450	74,334
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	61,301	48,697	40,626	49,626	61,626
기타비유동부채	6,894	6,700	9,168	10,824	12,708
부채총계	143,135	142,763	149,343	175,049	206,773
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	129,794	140,352
기타자본	2,883	2,805	-1,077	-1,077	-1,077
지배주주지분자본총계	158,897	171,032	180,858	190,235	200,792
비지배주주지분자본총계	11,566	12,019	12,236	12,353	12,454
자본총계	170,463	183,050	193,093	202,588	213,247
순차입금	33,227	8,140	12,348	15,526	24,075
총차입금	81,748	65,697	55,779	64,779	76,779

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	8,696	17,834	22,449	17,378	18,338
BPS	169,556	182,504	192,989	202,995	214,261
주당EBITDA	31,277	44,206	44,118	31,678	33,775
CFPS	19,412	28,126	32,494	27,056	28,321
DPS	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	14.9	8.2	9.1	10.3	10.3
PBR	0.8	0.8	1.1	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.5	3.6	5.0	6.4	6.5
PCFR	6.7	5.2	6.3	6.6	6.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	8.2	7.0	3.9	3.6
영업이익률(핵심)	4.1	8.2	7.0	3.9	3.6
EBITDA margin	6.1	10.5	8.9	5.4	4.9
순이익률	1.8	4.4	4.6	3.1	2.8
자기자본이익률(ROE)	5.2	9.7	11.4	8.5	8.5
투자자본이익률(ROIC)	6.0	13.0	12.1	11.1	11.1
안정성(%)					
부채비율	84.0	78.0	77.3	86.4	97.0
순차입금비율	19.5	4.4	6.4	7.7	11.3
이자보상배율(배)	7.4	12.8	15.7	8.9	8.5
활동성(배)					
매출채권회전율	9.0	8.6	8.7	8.5	8.5
재고자산회전율	11.0	9.9	8.9	8.4	8.4
매입채무회전율	8.2	6.8	6.5	6.4	6.4

Compliance Notice

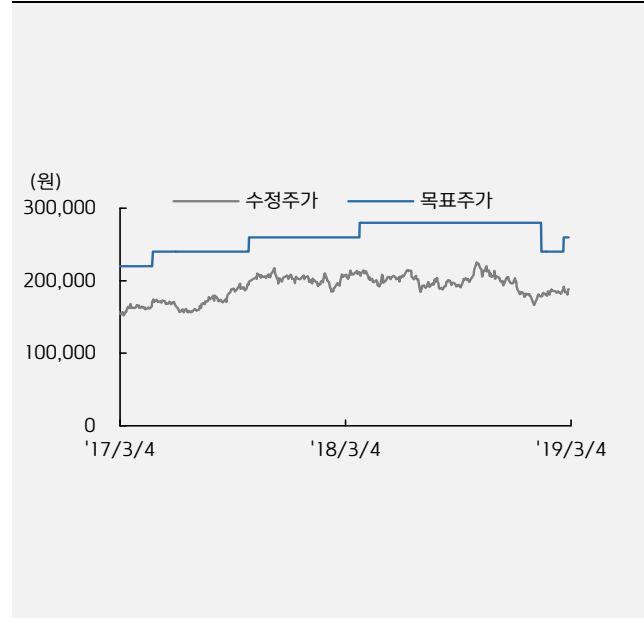
- 당사는 2월 28일 현재 'SK이노베이션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK이노베이션 (096770)	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	-23.7	-21.5
	2019/02/01	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-23.4	-21.5
	2019/02/20	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-28.5	-26.2
	2019/03/04	Buy(Maintain)	260,000원	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%