



# BUY(Maintain)

목표주가: 260,000원  
주가(06/13): 161,500원  
시가총액: 149,332억원

### 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (06/13)	2,103.15pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	225,500원	166,500원
등락률	-28.4%	0.6%
수익률	절대	상대
1W	-3.6%	-4.7%
6M	-11.5%	-11.8%
1Y	-24.9%	-11.8%

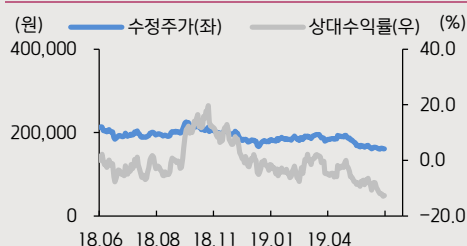
### Company Data

발행주식수	92,466천주
일평균 거래량(3M)	239천주
외국인 지분율	37.6%
배당수익률(19E)	5.0%
BPS(19E)	202,222원
주요 주주	SK 외 1인 33.4%

### 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	46,162.7	54,510.9	54,850.2	57,835.5
영업이익	3,221.8	2,117.6	1,627.9	1,971.5
EBITDA	4,121.8	3,056.5	2,620.3	3,017.2
세전이익	3,223.7	2,402.4	1,888.0	2,212.7
순이익	2,145.1	1,710.0	1,472.6	1,725.9
지배주주지분순이익	2,103.8	1,651.5	1,422.2	1,666.8
EPS(원)	22,449	17,622	15,176	17,786
증감률(%YoY)	25.9	-21.5	-13.9	17.2
PER(배)	9.1	10.2	10.6	9.1
PBR(배)	1.06	0.93	0.80	0.76
EV/EBITDA(배)	5.2	7.0	7.5	6.5
영업이익률(%)	7.0	3.9	3.0	3.4
ROE(%)	12.0	9.1	7.7	8.6
순부채비율(%)	6.9	17.8	15.9	15.7

### Price Trend



## 기업브리프

# SK이노베이션 (096770)

## 2025년 분리막 영업이익, 8,000억원 목표



SK이노베이션의 분리막 가치를 시가총액에 반영할 필요가 있어 보입니다. 동사의 2021년 분리막 생산능력은 증평 No.12/13 라인 증설, 중국/유럽 신설로 작년 대비 약 3.8배 증가할 전망입니다. 참고로 동사는 지속적인 증설을 추진하여, 2025년 분리막부문에서 생산능력 25.3억m2, 영업이익 8,000억원, 세계 M/S 1위를 목표로 하고 있습니다.

### >>> 분리막 가치, 보수적으로도 6조원 수준으로 평가

SK이노베이션의 분리막 가치를 시가총액에 적극적으로 반영할 필요가 있어 보인다. 지난 4월 1일 물적분할한 SK아이이테크놀로지는 세계 분리막 시장의 Tier 1 업체로 지속적인 증설로 세계 시장 시장점유율을 확대하고 있다.

동사는 올해 10월 증평 No.12/13 라인 가동 및 중국/유럽 설비 가동으로 2021년 분리막 생산능력이 13.8억m2로 작년 대비 약 3.8배 증가할 전망이다. Tier-1 분리막 시장의 수급 타이트 현상을 고려할 경우 동사의 분리막 영업이익은 2021년 3,000억원을 상회할 전망이다. 한편 동사는 중국 분리막 공장에 Phase II 증설을 진행할 계획이다. 총 2,699억원을 투자하여, LiBS 2라인/CCS 4라인을 추가할 것으로 예상된다.

분리막 경쟁사 및 배터리 소재 업체의 밸류에이션, 증설 계획 등을 적용하면, 동사의 분리막 가치는 보수적으로도 6조원 수준(2021년 영업이익에 배수 20배 적용)으로 평가된다. 참고로 동사는 지속적인 증설을 추진하여, 2025년 분리막 생산능력은 25.3억m2, 영업이익 8,000억원(FCW 포함, EBITDA는 1조원)을 목표로 하고 있는 것으로 보인다.

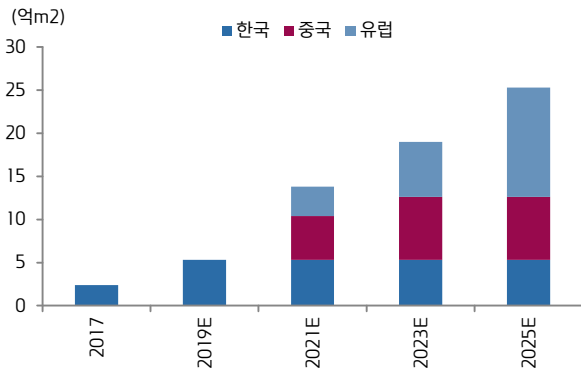
### >>> Tier 1 분리막 시장, 수급 타이트 현상 지속 전망

동사, Asahi Kasei, Toray 등 Tier 1 업체의 공격적 증설 추진에도 불구하고, Tier 1 분리막 시장은 2022년까지 수급 타이트 현상이 지속될 전망이다. EV 배터리 업체의 수주 증가로 대규모 물량에 대한 장기공급 계약(5~7년)이 확대되고 있고, Tier 2 업체 대비 품질 상의 우위가 지속되고 있으며, 분리막 설비 업체의 공급 제한으로 당분간 급격한 증설이 어려운 상황이기 때문이다.

### >>> 올해 10월 FCW 상업 라인 상업화 계획

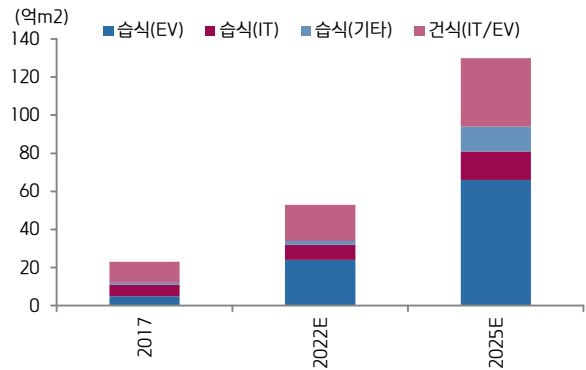
동사는 폴더블 디스플레이용 필름인 FCW를 양산에 앞두고 있다. 최근 대전 데모 플랜트(6만m2)를 완공한 데 이어, 약 400억원이 투입된 증평 상업 라인(30만m2)이 올해 10월부터 양산에 들어갈 전망이다. 이번 상업 라인의 경우 수율 100% 가정 시 약 900만대의 폴더블 스마트폰을 생산 가능하다. 또한 동사는 투명 PI필름 수요 확대에 따라 Phase II 건설도 검토 중에 있다.

### SK이노베이션 분리막 생산능력 추이/전망



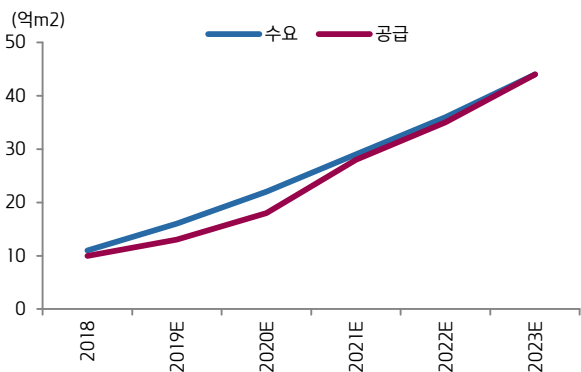
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

### 세계 분리막 시장 전망



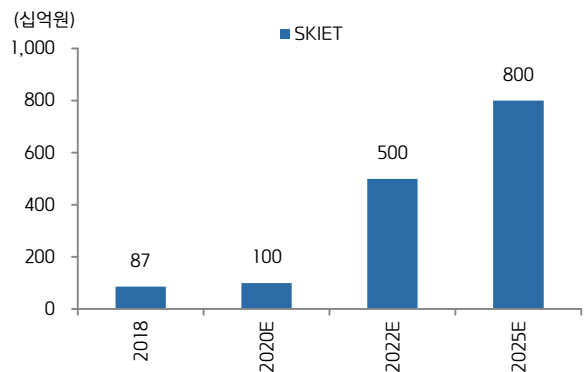
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

### Tier 1 분리막 시장 수급 밸런스 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

### SK아이이테크놀로지 영업이익 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

### SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	12,849	13,732	14,245	14,025	48,356	39,521	46,163	54,511	54,850
석유	8,687	9,773	10,900	9,833	8,760	9,980	10,342	10,267	35,300	28,370	33,337	39,194	39,349
화학	2,439	2,532	2,886	2,828	2,502	2,615	2,711	2,557	9,288	7,687	9,339	10,684	10,386
운할유	780	818	823	846	757	773	801	796	2,622	2,536	3,047	3,266	3,127
석유개발/기타	260	316	350	441	383	364	390	405	1,150	928	1,103	1,367	1,541
영업이익	712	852	836	-281	331	306	456	535	1,980	3,228	3,222	2,118	1,628
%OP	5.8%	6.3%	5.6%	-2.0%	2.6%	2.2%	3.2%	3.8%	4.1%	8.2%	7.0%	3.9%	3.0%
석유	325	533	408	-554	-6	113	220	335	1,299	1,939	1,502	713	662
화학	285	238	346	250	320	155	193	159	431	919	1,377	1,118	827
운할유	129	126	132	74	47	68	71	70	295	469	505	461	257
석유개발/기타	-27	-46	-50	-48	-30	-31	-29	-29	-45	-98	-150	-171	-118

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	46,162.7	54,510.9	54,850.2	57,835.5	58,188.0
매출원가	40,824.8	50,529.2	51,339.8	53,881.0	53,810.6
매출총이익	5,337.8	3,981.7	3,510.4	3,954.5	4,377.3
판매비	2,116.0	1,864.1	1,882.5	1,982.9	1,996.1
<b>영업이익</b>	3,221.8	2,117.6	1,627.9	1,971.5	2,381.3
<b>EBITDA</b>	4,121.8	3,056.5	2,620.3	3,017.2	3,474.7
영업외손익	1.9	284.8	260.1	241.1	235.3
이자수익	76.0	88.3	112.6	130.0	160.5
이자비용	206.3	259.5	293.3	327.0	360.7
외환관련이익	1,210.9	942.3	844.9	861.8	879.1
외환관련손실	1,108.9	1,043.2	974.7	994.2	1,014.0
종속 및 관계기업손익	311.3	155.2	155.2	155.2	155.2
기타	-281.1	401.7	415.4	415.3	415.2
<b>법인세차감전이익</b>	3,223.7	2,402.4	1,888.0	2,212.7	2,616.6
법인세비용	1,076.4	705.4	415.4	486.8	575.7
계속사업순이익	2,147.3	1,696.9	1,472.6	1,725.9	2,041.0
<b>당기순이익</b>	2,145.1	1,710.0	1,472.6	1,725.9	2,041.0
<b>지배주주순이익</b>	2,103.8	1,651.5	1,422.2	1,666.8	1,971.1
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	16.8	18.1	0.6	5.4	0.6
영업이익 증감율	-0.2	-34.3	-23.1	21.1	20.8
EBITDA 증감율	-0.5	-25.8	-14.3	15.1	15.2
지배주주순이익 증감율	25.9	-21.5	-13.9	17.2	18.3
EPS 증감율	25.9	-21.5	-13.9	17.2	18.3
매출총이익률(%)	11.6	7.3	6.4	6.8	7.5
영업이익률(%)	7.0	3.9	3.0	3.4	4.1
EBITDA Margin(%)	8.9	5.6	4.8	5.2	6.0
지배주주순이익률(%)	4.6	3.0	2.6	2.9	3.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	16,220.2	16,752.4	18,109.9	19,666.5	21,361.3
현금 및 현금성자산	2,003.7	1,855.9	2,595.6	2,872.7	3,722.0
단기금융자산	2,339.4	2,787.7	3,322.0	3,958.7	4,717.5
매출채권 및 기타채권	5,467.3	5,332.8	5,366.0	5,658.0	5,692.5
재고자산	5,979.6	6,179.8	6,218.3	6,556.7	6,596.7
기타유동자산	2,769.6	3,383.9	3,930.0	4,579.1	5,350.1
<b>비유동자산</b>	18,029.9	19,333.0	19,930.9	20,808.8	21,638.9
투자자산	2,820.3	3,424.5	3,514.8	3,938.3	4,361.8
유형자산	13,596.2	13,798.2	14,432.5	15,005.1	15,522.0
무형자산	1,501.4	2,007.0	1,880.3	1,762.0	1,651.7
기타비유동자산	112.0	103.3	103.3	103.4	103.4
<b>자산총계</b>	34,250.1	36,085.4	38,040.8	40,475.3	43,000.2
<b>유동부채</b>	9,954.8	8,940.6	8,969.1	9,223.3	9,252.9
매입채무 및 기타채무	7,730.6	7,114.8	7,143.3	7,397.5	7,427.1
단기금융부채	1,606.1	1,431.1	1,431.1	1,431.1	1,431.1
기타유동부채	618.1	394.7	394.7	394.7	394.7
<b>비유동부채</b>	4,986.0	7,816.8	8,866.8	9,916.8	10,966.8
장기금융부채	4,063.8	6,648.8	7,698.8	8,748.8	9,798.8
기타비유동부채	922.2	1,168.0	1,168.0	1,168.0	1,168.0
<b>부채총계</b>	14,940.8	16,757.4	17,835.9	19,140.1	20,219.7
<b>지배지분</b>	18,085.8	18,124.4	18,951.0	20,022.2	21,397.7
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,765.8	5,765.8	5,765.8	5,765.8	5,765.8
기타자본	-136.1	-1,137.2	-1,137.2	-1,137.2	-1,137.2
기타포괄손익누계액	-54.2	97.0	207.1	317.2	427.3
이익잉여금	12,041.7	12,930.3	13,646.8	14,607.9	15,873.2
비지배지분	1,223.6	1,203.5	1,253.9	1,313.0	1,382.8
<b>자본총계</b>	19,309.3	19,328.0	20,204.9	21,335.2	22,780.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	2,180.2	1,728.1	2,500.6	2,473.7	3,167.8
당기순이익	2,145.1	1,710.0	1,472.6	1,725.9	2,041.0
비현금항목의 가감	1,992.2	2,013.4	1,631.0	1,772.0	1,911.8
유형자산감가상각비	791.0	845.8	865.7	927.4	983.1
무형자산감가상각비	109.0	93.1	126.7	118.2	110.3
지분법평가손익	-425.4	-245.0	-245.0	-245.0	-245.0
기타	1,517.6	1,319.5	883.6	971.4	1,063.4
영업활동자산부채증감	-1,214.2	-1,154.2	-55.1	-388.5	-57.2
매출채권및기타채권의감소	-957.1	206.7	-33.2	-292.1	-34.5
재고자산의감소	-1,501.0	-480.9	-38.5	-338.4	-40.0
매입채무및기타채무의증가	1,272.8	-628.6	28.5	254.2	29.6
기타	-28.9	-251.4	-11.9	-12.2	-12.3
기타현금흐름	-742.9	-841.1	-547.9	-635.7	-727.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	-1,066.1	-2,476.8	-2,098.0	-2,533.6	-2,655.6
유형자산의 취득	-938.4	-1,278.9	-1,500.0	-1,500.0	-1,500.0
유형자산의 처분	74.5	37.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-69.7	-209.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	67.0	-449.0	64.8	-268.4	-268.4
단기금융자산의감소(증가)	772.1	-448.4	-534.3	-636.7	-758.7
기타	-971.6	-128.5	-128.5	-128.5	-128.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	-1,670.7	586.1	342.8	345.4	345.4
차입금의 증가(감소)	-910.6	2,408.9	1,050.0	1,050.0	1,050.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-1,001.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-756.6	-822.2	-708.3	-705.8	-705.8
기타	-3.5	1.2	1.1	1.2	1.2
기타현금흐름	-83.8	14.9	-5.8	-8.3	-8.3
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-640.5	-147.8	739.6	277.2	849.2
기초현금 및 현금성자산	2,644.2	2,003.7	1,855.9	2,595.6	2,872.7
기말현금 및 현금성자산	2,003.7	1,855.9	2,595.6	2,872.7	3,722.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	22,449	17,622	15,176	17,786	21,033
BPS	192,989	193,402	202,222	213,652	228,330
CFPS	44,148	39,732	33,118	37,325	42,180
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	9.1	10.2	10.6	9.1	7.7
PER(최고)	9.7	12.9	13.0		
PER(최저)	6.5	9.8	10.5		
PBR	1.06	0.93	0.80	0.76	0.71
PBR(최고)	1.13	1.17	0.98		
PBR(최저)	0.75	0.89	0.79		
PSR	0.42	0.31	0.28	0.26	0.26
PCFR	4.6	4.5	4.9	4.3	3.8
EV/EBITDA	5.2	7.0	7.5	6.5	5.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%보통주, 현금)	34.3	40.8	47.2	40.3	34.1
배당수익률(%보통주, 현금)	3.9	4.5	5.0	5.0	5.0
ROA	6.4	4.9	4.0	4.4	4.9
ROE	12.0	9.1	7.7	8.6	9.5
ROIC	13.3	8.8	6.1	7.2	8.4
매출채권회전율	9.4	10.1	10.3	10.5	10.3
재고자산회전율	8.9	9.0	8.8	9.1	8.8
부채비율	77.4	86.7	88.3	89.7	88.8
순차입금비율	6.9	17.8	15.9	15.7	12.2
이자보상배율	15.6	8.2	5.6	6.0	6.6
총차입금	5,669.8	8,079.9	9,129.9	10,179.9	11,229.9
순차입금	1,326.7	3,436.3	3,212.3	3,348.4	2,790.5
NOPLAT	4,121.8	3,056.5	2,620.3	3,017.2	3,474.7
FCF	1,144.0	59.0	707.1	695.0	1,393.6

Compliance Notice

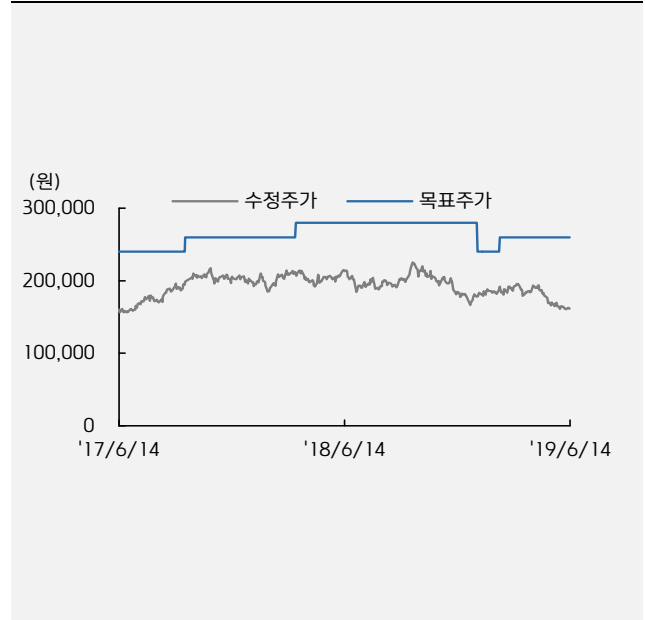
- 당사는 6월 13일 현재 'SK이노베이션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 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	-28.3	-26.2
	2019/03/04	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-27.6	-24.8
	2019/04/22	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-30.6	-24.8
2019/06/14	Buy(Maintain)	260,000원	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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%