



BUY(Maintain)

목표주가: 260,000원
주가(10/31): 160,000원
시가총액: 147,945억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 김민선

02) 3787-5299 mkim36@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(10/31)	2,083.48pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	213,500원	152,000원
등락률	-25.1%	5.3%
수익률	절대	상대
1M	-3.6%	-4.6%
6M	-12.3%	-7.3%
1Y	-25.1%	-27.0%

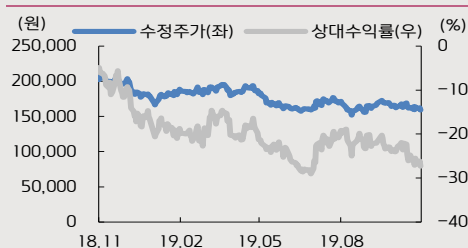
Company Data

발행주식수	92,466천주
일평균 거래량(3M)	187천주
외국인 지분율	36.2%
배당수익률(19E)	5.0%
BPS(19E)	195,705원
주요 주주	SK 외 1인 33.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	46,162.7	54,510.9	50,096.4	49,627.3
영업이익	3,221.8	2,117.6	1,507.4	2,235.3
EBITDA	4,121.8	3,056.5	2,499.8	3,475.5
세전이익	3,223.7	2,402.4	1,118.7	2,024.5
순이익	2,145.1	1,710.0	872.6	1,579.1
지배주주지분순이익	2,103.8	1,651.5	811.5	1,468.6
EPS(원)	22,449	17,622	8,659	15,671
증감률(%YoY)	25.9	-21.5	-50.9	81.0
PER(배)	9.1	10.2	18.4	10.1
PBR(배)	1.06	0.93	0.81	0.78
EV/EBITDA(배)	5.2	7.0	8.5	6.0
영업이익률(%)	7.0	3.9	3.0	4.5
ROE(%)	12.0	9.1	4.5	7.8
순부채비율(%)	6.9	17.8	26.3	23.0

Price Trend



실적 Review

SK이노베이션 (096770)

올해 4분기, 신증설 배터리/분리막 공장 완공 전망



SK이노베이션의 올해 3분기 영업이익은 3,301억원으로 전 분기 대비 33.7% 감소하였습니다. 정제마진이 개선세를 보였지만, 유가 하락으로 재고관련 손실이 증가하였기 때문입니다. 한편 당사는 올해 4분기에 중국/헝가리 배터리 공장, 국내 분리막 라인을 완공할 계획이다. 이는 내년도 실적에 긍정적으로 반영될 것으로 보입니다.

>>> 올해 3분기 영업이익, 전 분기 대비 33.7% 감소

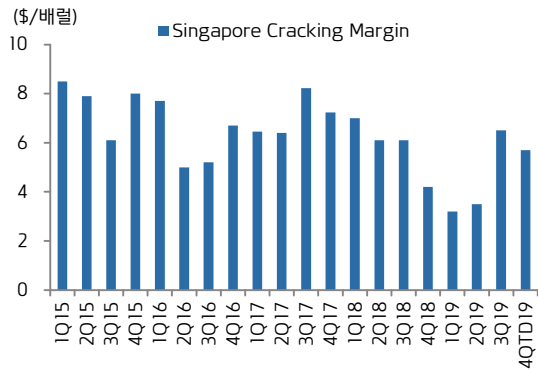
SK이노베이션의 올해 3분기 영업이익은 3,301억원으로 전 분기 대비 33.7% 감소하였다. 정제마진 개선에도 불구하고, 재고관련 손실 증가 및 9월 태풍 관련 선적 물량 감소 때문이다.

1) 석유부문 영업이익은 659억원으로 전 분기 대비 76.4% 감소하였다. 역내/외 업체 정기보수 진행 및 IMO 2020 관련 조기 효과로 정제마진이 개선되었지만, 유가 하락으로 전 분기 대비 재고관련 손실이 약 3,000억원이 감소하였기 때문이다. 2) 화학부문 영업이익은 1,936억원으로 전 분기 대비 4.9% 증가하였다. 중국 신증설로 에틸렌/PX 스프레드가 축소되었으나, C3 체인은 중국 PDH 설비 트러블/정기보수로 호조세를 이어갔고, 벤젠은 PX 생산량 감소에 따라 마진이 전 분기 대비 큰 폭으로 개선되었기 때문이다. 3) 운할유부문 영업이익은 936억원으로 전 분기 대비 19.7% 증가하였다. 유럽 등 선진국향 고품질 운할유 스프레드가 개선되었기 때문이다. 4) 배터리부문 영업손실은 427억원으로 전 분기 대비 244억원 감소하였다. 판매량 증가 및 재고관련 손실 감소 때문이다. 5) 소재부문 영업이익은 254억원으로 전 분기 대비 19억원 감소하였다. 판매량은 증가하였지만, 유틸리티비용 등 운영비 증가에 기인한다. 6) 석유개발부문 영업이익은 485억원으로 전 분기 대비 25억 감소하였다. 전 분기 페루 광구 정기보수에 따른 물량 측면의 기저효과에도 불구하고, 유가 하락 및 일부 상각비 증가 때문이다.

>>> 올해 4분기 영업이익, 전 분기 대비 5.6% 증가 전망

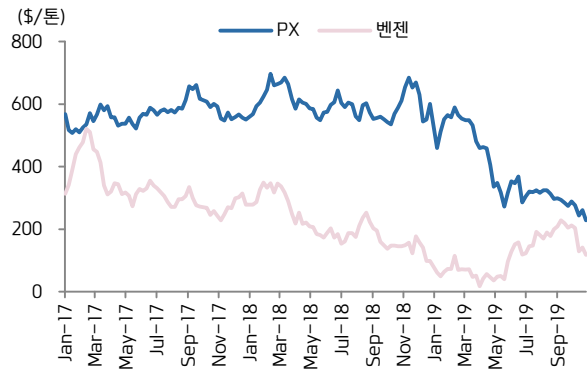
당사의 4분기 영업이익은 3,487억원으로 전 분기 대비 큰 폭의 실적 개선은 제한될 전망이다. 동절기 정유 성수기 효과에도 불구하고, 1) SK인천석유화학의 전 사업장 정기보수(약 40일)로 석유/화학부문의 기회비용이 발생할 것으로 예상되고, 2) 중국 Hengli/Rongsheng 등의 증설로 PX 등 방향족 마진의 추가적인 개선이 제한될 것으로 전망되며, 3) 배터리 및 LiBS 관련 증설이 올해 4분기에 집중되며, 일부 비용도 발생할 것으로 추정되기 때문이다. 한편 당사는 올해 4분기에 헝가리 배터리 공장(+7.5GWh), 중국 배터리 공장(+7.5GWh), 한국 분리막 라인(+1.7억m2)을 완공할 계획이다.

싱가폴 정제마진 추이



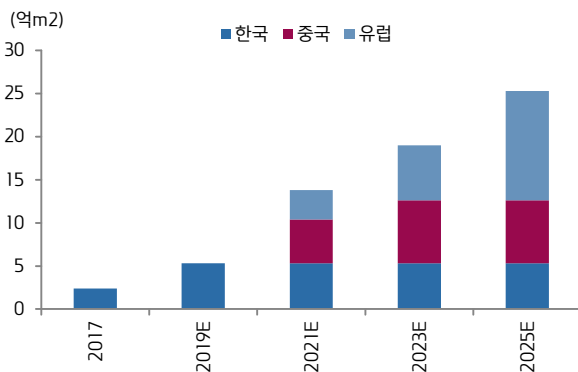
자료: TO, 키움증권 리서치

국내 PX/벤젠 스프레드 추이



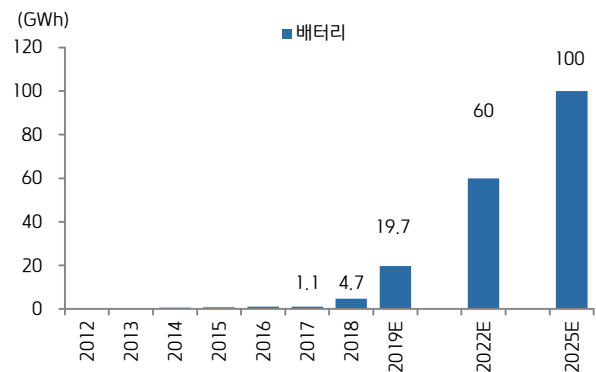
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

SK이노베이션 분리막 생산능력 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 배터리 생산능력 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	12,849	13,104	12,373	11,772	39,521	46,163	54,511	50,096	49,627
석유	8,687	9,773	10,900	9,833	8,760	9,464	8,682	8,452	28,370	33,337	39,194	35,357	35,583
화학	2,439	2,532	2,886	2,828	2,502	2,420	2,458	2,090	7,687	9,339	10,684	9,469	8,752
운할유	780	818	823	846	757	847	811	820	2,536	3,047	3,266	3,234	3,522
석유개발/기타	260	316	350	441	383	373	421	411	928	1,103	1,367	1,588	1,770
영업이익	712	852	836	-281	331	498	330	349	3,228	3,222	2,118	1,507	2,235
%OP	5.8%	6.3%	5.6%	-2.0%	2.6%	3.8%	2.7%	3.0%	8.2%	7.0%	3.9%	3.0%	4.5%
석유	325	533	408	-554	-6	279	66	198	1,939	1,502	713	537	1,416
화학	285	238	346	250	320	185	194	112	919	1,377	1,118	811	625
운할유	129	126	132	74	47	78	94	100	469	505	461	318	460
석유개발/기타	-27	-46	-50	-48	-30	-45	-23	-62	-98	-150	-171	-159	-265

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	46,162.7	54,510.9	50,096.4	49,627.3	52,703.6
매출원가	40,824.8	50,529.2	46,863.7	45,670.2	48,578.2
매출총이익	5,337.8	3,981.7	3,232.7	3,957.0	4,125.4
판매비	2,116.0	1,864.1	1,725.3	1,721.7	1,823.9
영업이익	3,221.8	2,117.6	1,507.4	2,235.3	2,301.5
EBITDA	4,121.8	3,056.5	2,499.8	3,475.5	3,570.5
영업외손익	1.9	284.8	-388.7	-210.8	-214.2
이자수익	76.0	88.3	102.2	130.2	150.9
이자비용	206.3	259.5	338.2	372.0	405.7
외환관련이익	1,210.9	942.3	844.9	861.8	879.1
외환관련손실	1,108.9	1,043.2	1,474.7	1,294.2	1,314.0
종속 및 관계기업손익	311.3	155.2	96.7	83.0	95.3
기타	-281.1	401.7	380.4	380.4	380.2
법인세차감전이익	3,223.7	2,402.4	1,118.7	2,024.5	2,087.3
법인세비용	1,076.4	705.4	246.1	445.4	459.2
계속사업순이익	2,147.3	1,696.9	872.6	1,579.1	1,628.1
당기순이익	2,145.1	1,710.0	872.6	1,579.1	1,628.1
지배주주순이익	2,103.8	1,651.5	811.5	1,468.6	1,514.1
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	16.8	18.1	-8.1	-0.9	6.2
영업이익 증감률	-0.2	-34.3	-28.8	48.3	3.0
EBITDA 증감률	-0.5	-25.8	-18.2	39.0	2.7
지배주주순이익 증감률	25.9	-21.5	-50.9	81.0	3.1
EPS 증감률	25.9	-21.5	-50.9	81.0	3.1
매출총이익률(%)	11.6	7.3	6.5	8.0	7.8
영업이익률(%)	7.0	3.9	3.0	4.5	4.4
EBITDA Margin(%)	8.9	5.6	5.0	7.0	6.8
지배주주순이익률(%)	4.6	3.0	1.6	3.0	2.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	16,220.2	16,752.4	16,562.9	17,944.7	19,694.5
현금 및 현금성자산	2,003.7	1,855.9	2,052.5	2,884.5	3,213.5
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	4,900.9	4,855.0	5,156.0
재고자산	5,979.6	6,179.8	5,679.3	5,626.2	5,974.9
기타유동자산	2,769.6	3,383.9	3,930.2	4,579.0	5,350.1
비유동자산	18,029.9	19,333.0	21,872.4	22,483.6	23,078.2
투자자산	2,820.3	3,424.5	3,456.3	3,807.7	4,171.3
유형자산	13,596.2	13,798.2	16,432.5	16,810.5	17,151.8
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
자산총계	34,250.1	36,085.4	38,435.3	40,428.3	42,772.7
유동부채	9,954.8	8,940.6	8,563.6	8,523.1	8,785.1
매입채무 및 기타채무	7,730.6	7,114.8	6,737.8	6,697.3	6,959.3
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
비유동부채	4,986.0	7,816.8	10,266.8	11,316.8	12,366.8
장기금융부채	4,063.8	6,648.8	9,098.8	10,148.8	11,198.8
기타비유동부채	922.2	1,168.0	1,168.0	1,168.0	1,168.0
부채총계	14,940.8	16,757.4	18,830.4	19,839.9	21,151.8
지배지분	18,085.8	18,124.4	18,340.3	19,213.2	20,131.7
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	13,036.1	13,798.9	14,607.3
비지배지분	1,223.6	1,203.5	1,264.6	1,375.2	1,489.1
자본총계	19,309.3	19,328.0	19,604.9	20,588.4	21,620.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	2,180.2	1,728.1	2,557.5	3,028.6	2,647.5
당기순이익	2,145.1	1,710.0	872.6	1,579.1	1,628.1
비현금항목의 가감	1,992.2	2,013.4	1,575.6	2,042.1	2,085.5
유형자산감가상각비	791.0	845.8	865.7	1,122.0	1,158.7
무형자산감가상각비	109.0	93.1	126.7	118.2	110.3
지분법평가손익	-425.4	-245.0	-186.5	-172.8	-185.1
기타	1,517.6	1,319.5	769.7	974.7	1,001.6
영업활동자산부채증감	-1,214.2	-1,154.2	543.4	46.4	-400.2
매출채권및기타채권의감소	-957.1	206.7	431.9	45.9	-301.0
재고자산의감소	-1,501.0	-480.9	500.5	53.2	-348.8
매입채무및기타채무의증가	1,272.8	-628.6	-377.0	-40.5	262.0
기타	-28.9	-251.4	-12.0	-12.2	-12.4
기타현금흐름	-742.9	-841.1	-434.1	-639.0	-665.9
투자활동 현금흐름	-1,066.1	-2,476.8	-4,098.0	-2,533.6	-2,655.6
유형자산의 취득	-938.4	-1,278.9	-3,500.0	-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
재무활동 현금흐름	-1,670.7	586.1	1,742.8	345.4	345.4
차입금의 증가(감소)	-910.6	2,408.9	2,450.0	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
현금 및 현금성자산의 순증가	-640.5	-147.8	196.6	832.1	329.0
기초현금 및 현금성자산	2,644.2	2,003.7	1,855.9	2,052.5	2,884.5
기말현금 및 현금성자산	2,003.7	1,855.9	2,052.5	2,884.5	3,213.5

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	22,449	17,622	8,659	15,671	16,157
BPS	192,989	193,402	195,705	205,020	214,821
CFPS	44,148	39,732	26,124	38,642	39,627
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	9.1	10.2	18.4	10.1	9.8
PER(최고)	9.7	12.9	22.9		
PER(최저)	6.5	9.8	17.4		
PBR	1.06	0.93	0.81	0.78	0.74
PBR(최고)	1.13	1.17	1.01		
PBR(최저)	0.75	0.89	0.77		
PSR	0.42	0.31	0.30	0.30	0.28
PCFR	4.6	4.5	6.1	4.1	4.0
EV/EBITDA	5.2	7.0	8.5	6.0	5.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	34.3	40.8	79.7	44.1	42.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.9	4.5	5.0	5.0	5.0
ROA	6.4	4.9	2.3	4.0	3.9
ROE	12.0	9.1	4.5	7.8	7.7
ROIC	13.3	8.8	5.5	7.7	7.8
매출채권회전율	9.4	10.1	9.8	10.2	10.5
재고자산회전율	8.9	9.0	8.4	8.8	9.1
부채비율	77.4	86.7	96.0	96.4	97.8
순차입금비율	6.9	17.8	26.3	23.0	21.7
이자보상배율	15.6	8.2	4.5	6.0	5.7
총차입금	5,669.8	8,079.9	10,529.9	11,579.9	12,629.9
순차입금	1,326.7	3,436.3	5,155.4	4,736.6	4,698.9
NOPLAT	4,121.8	3,056.5	2,499.8	3,475.5	3,570.5
FCF	1,144.0	59.0	-788.4	1,530.2	1,164.0

Compliance Notice

- 당사는 10월 31일 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.

고지사항

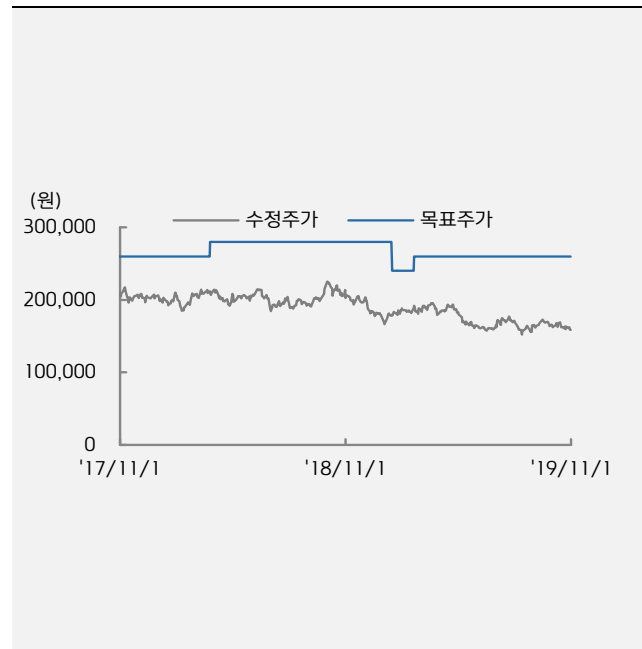
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK이노베이션 (096770)	2017/12/01	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-22.37	-19.23
	2018/02/01	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-22.45	-17.50
	2018/03/27	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-25.42	-25.00
	2018/03/30	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-25.71	-23.57
	2018/04/17	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-27.37	-23.57
	2018/06/05	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-28.48	-23.21
	2018/10/15	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-25.01	-21.43
	2018/11/05	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-26.74	-21.43
	2018/11/27	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-30.90	-21.43
	2019/01/15	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-23.74	-21.46
	2019/02/01	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-23.37	-21.46
	2019/02/20	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-28.30	-26.15
	2019/03/04	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-27.63	-24.81
	2019/04/22	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-30.63	-24.81
	2019/06/14	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-32.11	-24.81
	2019/07/29	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-32.76	-24.81
	2019/09/23	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-36.87	-34.81
	2019/11/01	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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%