

SK이노베이션(096770)

성장의 디딤돌

배터리 생산능력 2022년까지 10배 이상 증가

SK이노베이션이 16일 애널리스트를 대상으로 서산에 위치한 전기차 배터리 공장 탐방을 진행했다. SK이노베이션은 공정소개와 함께 향후 전기차 배터리 증설 계획도 함께 발표했다. 현재 생산능력은 4.7GWh이며 2022년까지 10배가 넘는 55GWh로 확대할 계획이다. 이미 수주한 전기차 배터리를 기반으로 계획한 생산 능력이다. 급격하게 수주가 증가하는 배경에는 과거와 달리 완성차업체가 대량생산을 위한 전기차용 플랫폼을 개발했기 때문이다. SK이노베이션은 다임러로부터 받은 주문으로 2020년까지 20GWh로 생산능력을 확대시킬 계획을 2017년 말에 발표했었다. 최근 폭스바겐으로부터 전기차전용 플랫폼 배터리를 재차 수주함에 따라 2022년까지 55GWh로 계획을 상향한 것이다.

2020년 배터리사업부 손익분기점 도달

2022년의 자동차 배터리 생산능력이 판매로 현실화될 경우 매출액은 6조~7조원을 기록할 전망이다. 이는 2018년 예상 매출액의 12% 수준이다. 수익성 측면에서 SK이노베이션은 다임러형 전기차 배터리 판매가 본격화되는 2020년에 손익분기점에 도달할 것으로 전망한다. SK이노베이션은 향후 수익성 측면에서도 자신감을 내비쳤는데, 그 배경으로는 첫째, 원재료인 메탈가격 상승이 판가에 전가될 수 있도록 계약이 변경됐고, 둘째, 규모의 경제뿐만 아니라 생산효율성 또한 가파르게 개선되고 있으며, 마지막으로 배터리 생산업체의 협상력이 향상되었기 때문이다. 전기차전용 플랫폼을 위한 배터리 구매량은 폭발적으로 증가하는데 반해, 안정적으로 대량생산할 수 있는 공급자는 소수에 불과하다. 이러한 점이 배터리업체의 협상력을 높여주고 있다.

IMO 황금기에 이어 배터리 고속성장이 기다린다

2022년의 전기차 배터리 목표가 현실화될 경우 추가될 사업가치는 14조원 전후로 추정된다. 영업이익률 5%에 LG화학의 전기차부문과 동일한 목표 EV/EBITDA 20배 기준이다. 2022년까지 증설을 위한 투자금액은 3.5조~4조원

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	39,521	3,228	1,671	17,934	105.1	4,143	8.2	3.8	0.8	10.1	4.4
2017A	46,261	3,234	2,104	22,574	25.9	4,134	9.1	5.2	1.1	12.0	3.9
2018F	55,504	3,297	2,064	22,830	1.1	4,222	8.6	5.2	1.0	11.2	4.0
2019F	58,328	4,354	3,027	34,339	50.4	5,346	5.7	3.9	0.9	15.1	6.0
2020F	57,913	5,402	3,790	42,989	25.2	6,459	4.6	3.0	0.8	16.7	7.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 320,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/16)	2,092
주가(11/16)	197,000
시가총액(십억원)	18,216
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	225,500/184,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	45,607
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.6/39.2
주요주주(%)	SK 외 2인 33.4
국민연금	9.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.7)	(2.5)	(2.0)
KOSPI 대비(%p)	(5.3)	12.5	15.5

주가추이



자료: FnGuide

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

수준으로 추정되는데, 이는 4조원을 초과하는 연간 EBITDA 창출능력을 감안할 때 무리없는 투자규모라 판단된다. SK이노베이션을 장기적으로 매수해야 할 이유가 한가지 늘었다. 2020년 IMO 환경규제에 따른 황금기에 이어 2022년 전기차 배터리의 고속성장이 장기적으로 주가를 re-rating할 것이다.

〈표 1〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	12,166	13,438	14,959	14,941	14,563	14,623	14,663	14,478	46,261	55,504	58,328
영업이익	712	852	836	898	1,165	979	1,023	1,188	3,234	3,297	4,354
영업이익률(%)	5.8	6.3	5.6	6.0	8.0	6.7	7.0	8.2	7.0	5.9	7.5
순이익	499	499	444	643	833	701	736	856	2,104	2,086	3,126
증가율(% YoY)											
매출액	6.8	27.2	27.2	19.0	19.7	8.8	(2.0)	(3.1)	17.1	20.0	5.1
영업이익	(29.1)	102.2	(13.3)	6.2	63.7	14.9	22.4	32.3	0.2	1.9	32.1
순이익	(41.1)	79.3	(34.9)	117.7	66.9	40.5	65.6	33.0	25.9	(0.9)	49.9
증가율(% QoQ)											
매출액	(3.1)	10.5	11.3	(0.1)	(2.5)	0.4	0.3	(1.3)			
영업이익	(15.8)	19.7	(1.9)	7.4	29.7	(16.0)	4.5	16.1			
순이익	68.9	(0.0)	(11.0)	44.8	29.6	(15.9)	4.9	16.3			
컨센서스 추정 영업이익				741	798	773	773	841		3,104	3,099
차이(%)				21.3	45.9	26.6	32.3	41.3		6.2	40.5

자료: Bloomberg, 한국투자증권

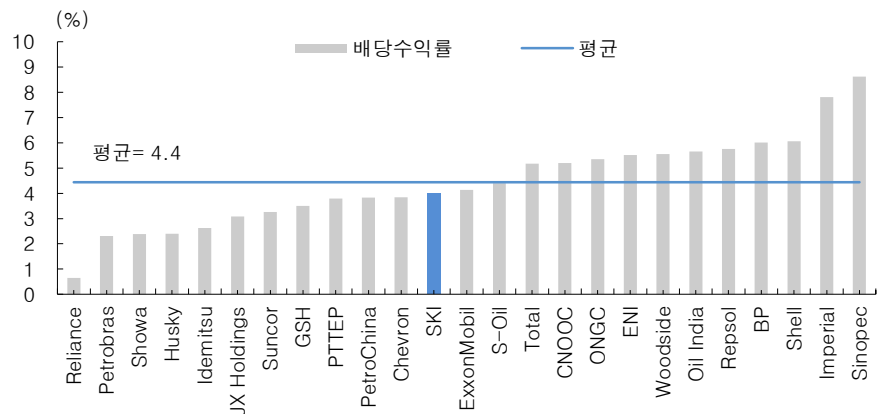
〈표 2〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	12,166	13,438	14,959	14,941	14,563	14,623	14,663	14,478	46,261	55,504	58,328
정유	8,687	9,773	10,900	10,984	10,984	10,984	10,984	10,984	32,771	40,344	43,936
석유화학	2,439	2,532	2,886	2,811	2,436	2,502	2,545	2,362	9,339	10,667	9,845
유탄유	780	818	823	826	826	826	826	826	3,047	3,247	3,306
E&P 및 기타	260	316	350	320	316	311	308	305	1,103	1,246	1,240
영업이익	712	852	836	898	1,165	979	1,023	1,188	3,234	3,297	4,354
정유	325	533	408	467	748	529	525	733	1,502	1,734	2,534
석유화학	285	238	346	350	337	354	393	350	1,377	1,218	1,433
유탄유	129	126	132	131	129	136	145	135	505	518	546
E&P 및 기타	(27)	(46)	(50)	(50)	(50)	(40)	(40)	(30)	(150)	(173)	(160)
영업이익률(%)	5.8	6.3	5.6	6.0	8.0	6.7	7.0	8.2	7.0	5.9	7.5
정유	3.7	5.5	3.7	4.3	6.8	4.8	4.8	6.7	4.6	4.3	5.8
석유화학	11.7	9.4	12.0	12.5	13.8	14.1	15.4	14.8	14.7	11.4	14.6
유탄유	16.5	15.4	16.0	15.8	15.7	16.5	17.6	16.3	16.6	15.9	16.5
E&P 및 기타	(10.5)	(14.5)	(14.3)	(15.6)	(15.8)	(12.8)	(13.0)	(9.8)	(13.6)	(13.9)	(12.9)

자료: 한국투자증권

[그림 1] Global peers: 배당수익률 비교(2018F)



주: 11월 16일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 3〉 동종업체 밸류에이션

국내	시가총액 (백만달러)	PER(x)			EPS 증감률(%)			PBR(x)			ROE(%)			배당수익률(%)		
		2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F
SK이노베이션	16,105	9.1	8.6	5.2	25.9	0.9	63.7	1.1	1.0	0.8	12.0	11.1	16.3	3.9	4.0	6.4
S-Oil	11,048	10.9	15.4	7.0	3.4	(20.8)	120.0	2.0	2.1	1.7	18.8	14.1	27.1	5.0	3.7	8.9
GS	4,231	6.0	7.9	5.6	22.4	(35.9)	39.6	0.8	0.6	0.5	13.4	7.8	9.9	2.9	3.4	3.4
평균		8.7	10.6	6.0	17.2	(18.6)	74.4	1.3	1.2	1.0	14.7	11.0	17.8	3.9	3.7	6.2
해외																
Exxon Mobil	331,041	23.3	16.4	13.6	146.3	2.8	20.6	1.9	1.7	1.6	11.1	10.5	12.3	4.1	4.1	4.3
Petrochina	198,447	37.8	14.2	12.3	200.0	195.8	15.5	0.7	0.7	0.7	1.9	5.2	6.0	3.1	3.8	4.2
BP	135,613	41.1	11.5	10.5	2719.7	242.4	9.8	1.4	1.3	1.3	3.5	11.3	12.1	5.7	6.0	6.1
Sinopec	104,953	11.3	9.0	8.9	10.4	55.1	1.1	0.8	1.0	0.9	7.1	10.9	11.0	10.1	8.6	8.6
Petrobras	90,642	1,956.9	9.5	7.2	NM	NM	31.2	0.8	1.2	1.0	(0.2)	12.6	14.1	1.1	2.3	3.0
CNOOC	74,672	17.0	9.0	8.0	5400.0	133.6	13.7	1.1	1.3	1.2	6.5	14.5	15.0	4.6	5.2	5.8
Reliance	99,420	13.0	19.4	16.1	0.4	14.8	20.5	1.5	2.3	2.0	12.1	12.3	13.2	0.5	0.6	0.7
ONGC	27,728	9.7	8.1	6.3	184.6	0.3	29.7	1.2	0.9	0.9	12.5	10.9	14.4	2.3	4.7	5.4
Repsol	28,651	10.9	9.7	8.4	16.4	20.3	15.9	0.8	0.8	0.8	7.0	7.9	8.3	0.0	0.0	6.1
PTTEP	16,065	22.0	12.6	10.9	64.4	134.2	15.2	1.2	1.3	1.3	5.1	10.9	12.0	3.4	3.8	4.4
Thai Oil	4,792	8.5	8.7	9.1	17.1	(26.9)	(4.3)	1.7	1.2	1.1	21.7	14.5	12.6	6.8	5.4	5.1
Tonen	20,454	9.1	7.0	5.4	NM	62.6	30.1	0.8	0.9	0.8	9.1	15.6	15.4	2.9	2.8	3.1
IRPC	3,562	12.6	10.3	9.4	16.7	(0.2)	8.9	1.6	1.3	1.2	13.5	13.3	12.7	6.8	4.8	5.1
평균		167.2	11.2	9.7	797.8	69.6	16.0	1.2	1.2	1.1	8.5	11.6	12.2	4.0	4.0	4.7

주: 11월 16일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

2007년 설립해 정유사업, 배터리 및 정보전자소재 사업을 하는 회사. 주력 사업은 정유사업.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	14,988	16,219	16,190	16,458	18,295
현금성자산	2,644	2,004	929	1,812	3,864
매출채권및기타채권	4,404	5,467	5,147	4,988	4,966
재고자산	4,445	5,979	7,336	6,930	6,743
비유동자산	17,594	18,024	19,428	20,848	22,203
투자자산	2,567	2,820	2,994	2,994	2,994
유형자산	13,603	13,587	13,743	13,843	13,943
무형자산	1,272	1,521	2,549	3,869	5,125
자산총계	32,581	34,244	35,618	37,306	40,498
유동부채	8,737	9,955	9,912	9,501	9,655
매입채무및기타채무	6,473	7,731	6,126	5,787	5,631
단기차입금및단기사채	22	243	52	102	153
유동성장기부채	1,678	1,272	1,030	980	1,250
비유동부채	5,540	4,979	5,549	5,119	5,169
사채	4,123	3,233	2,581	2,201	2,251
장기차입금및금융부채	749	831	1,871	1,821	1,821
부채총계	14,276	14,934	15,462	14,621	14,824
지배주주지분	17,103	18,086	18,876	21,307	24,173
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,766	5,037	5,037	5,037
기타자본	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	10,671	12,042	13,321	15,752	18,618
비지배주주지분	1,202	1,224	1,280	1,379	1,502
자본총계	18,305	19,309	20,157	22,685	25,674

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	3,678	2,180	1,197	4,101	4,820
당기순이익	1,721	2,145	2,086	3,126	3,913
유형자산감가상각비	799	791	834	840	840
무형자산상각비	115	109	91	152	217
자산부채변동	268	(1,214)	(1,533)	205	47
기타	775	349	(281)	(222)	(197)
투자활동현금흐름	(2,056)	(1,066)	(602)	(2,092)	(2,092)
유형자산투자	(607)	(938)	(1,065)	(1,014)	(1,014)
유형자산매각	40	75	75	75	75
투자자산순증	(1,434)	629	352	320	320
무형자산순증	(55)	(70)	(1,119)	(1,472)	(1,472)
기타	0	(762)	1,155	(1)	(1)
재무활동현금흐름	(2,019)	(1,671)	(1,670)	(1,125)	(676)
자본의증가	0	1	(728)	(0)	(0)
차입금의순증	(1,569)	(911)	(136)	(430)	371
배당금지급	(451)	(757)	(746)	(693)	(1,044)
기타	1	(4)	(60)	(2)	(3)
기타현금흐름	21	(84)	0	0	0
현금의증가	(375)	(640)	(1,075)	883	2,052

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

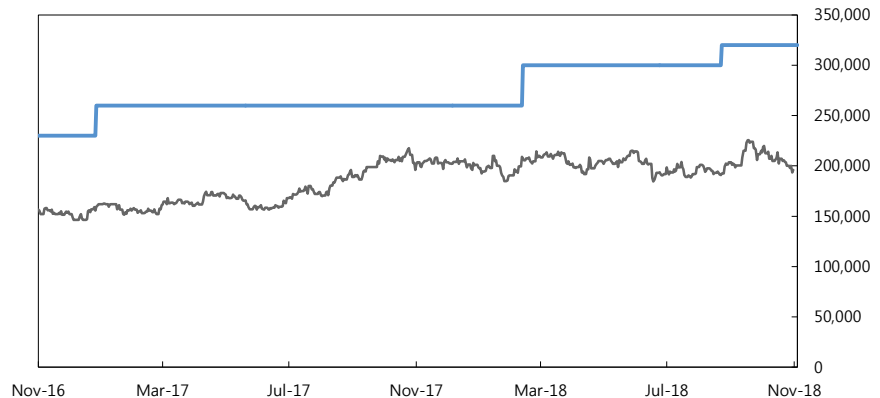
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	39,521	46,261	55,504	58,328	57,913
매출원가	34,562	40,905	50,256	51,903	50,423
매출총이익	4,959	5,356	5,248	6,425	7,490
판매관리비	1,730	2,121	1,951	2,071	2,088
영업이익	3,228	3,234	3,297	4,354	5,402
금융수익	1,792	1,883	1,784	1,197	1,214
이자수익	85	76	72	92	108
금융비용	2,082	2,053	2,083	1,195	1,161
이자비용	253	206	223	235	201
기타영업외손익	(391)	(141)	(286)	(320)	(320)
관계기업관련손익	(124)	311	286	320	320
세전계속사업이익	2,423	3,235	2,998	4,357	5,454
법인세비용	702	1,079	894	1,133	1,418
연결당기순이익	1,721	2,145	2,086	3,126	3,913
지배주주지분순이익	1,671	2,104	2,064	3,027	3,790
기타포괄이익	(10)	(267)	242	0	0
총포괄이익	1,711	1,878	2,328	3,126	3,913
지배주주지분포괄이익	1,661	1,847	2,303	3,030	3,794
EBITDA	4,143	4,134	4,222	5,346	6,459

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	17,934	22,574	22,830	34,339	42,989
BPS	183,956	194,441	202,877	228,810	259,392
DPS	6,400	8,000	7,856	11,832	14,808
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(18.3)	17.1	20.0	5.1	(0.7)
영업이익증가율	63.1	0.2	1.9	32.1	24.1
순이익증가율	105.1	25.9	(1.9)	46.7	25.2
EPS증가율	105.1	25.9	1.1	50.4	25.2
EBITDA증가율	41.3	(0.2)	2.1	26.6	20.8
수익성(%)					
영업이익률	8.2	7.0	5.9	7.5	9.3
순이익률	4.2	4.5	3.7	5.2	6.5
EBITDA Margin	10.5	8.9	7.6	9.2	11.2
ROA	5.4	6.4	6.0	8.6	10.1
ROE	10.1	12.0	11.2	15.1	16.7
배당수익률	4.4	3.9	4.0	6.0	7.5
배당성향	35.7	35.4	33.6	34.5	34.5
안정성					
순차입금(십억원)	924	1,327	2,513	1,200	(481)
차입금/자본총계비율(%)	36.5	29.4	23.2	18.7	18.0
Valuation(X)					
PER	8.2	9.1	8.6	5.7	4.6
PBR	0.8	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.8	5.2	5.2	3.9	3.0

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK이노베이션 (096770)	2016.06.30	매수	230,000원	-33.9	-29.6
	2017.01.11	매수	260,000원	-31.7	-16.3
	2018.01.11	1년경과		-24.1	-19.2
	2018.02.27	매수	300,000원	-32.9	-28.3
	2018.09.07	매수	320,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 16일 현재 SK이노베이션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK이노베이션 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.