

2017/09/11

SK이노베이션(096770)

운송/정유/화학 하준영
(2122-9213) jyha@hi-ib.com

정제마진 강세로 석유화학사업 실적 개선 기대

Buy (Maintain)

■ 구조적 공급 부족으로 비수기 정제마진 강세

정제설비 CAPA 증가보다 수요가 더 크게 증가하면서 비수기에도 정제마진이 강세를 보이고 있다. 석유제품 비수기인 3분기는 정제마진이 연중 가장 낮다. 과거 3년(14~16)년 평균 3분기 정제마진은 \$5.4/bbl 수준에 머물렀는데 금년에는 7월부터 9월 초까지 평균 정제마진이 \$8.4/bbl로 강세를 보이고 있다. IEA와 OPEC등 글로벌 시장 조사기관에 따르면 2020년까지 수요증가분이 정제설비 증가분보다 연간 70~80만b/d 더 클 것으로 예상하기 때문에 정제마진 강세 추세는 당분간 이어질 것으로 판단한다.

■ 하반기 화학사업 안정적 이익 예상

석유화학제품 스프레드가 예상보다 높은 수준을 유지하고 있어 하반기 화학사업부문의 안정적인 영업이익을 예상한다. 올레핀 부문은 유럽지역 NCC 트러블로 하반기 약세가 예상되던 PE스프레드가 2Q17 수준을 유지하고 있다. PX스프레드는 4Q17에 QoQ 개선될 것으로 예상하는데 4Q17에 신규 PTA 설비가 가동 예정이기 때문이다. 4Q17에는 JBF 125만톤, Oriental Petrochemical 150만톤, Tongkun 220만톤 등 아시아 지역에서 최소 495만톤의 PTA설비가 가동 예정이다.

■ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 240,000원으로 상향

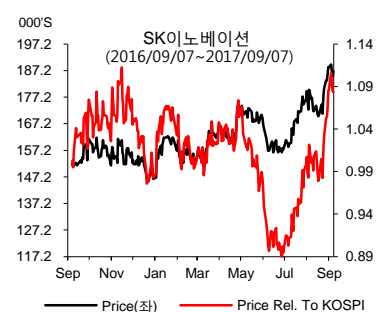
동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 240,000원으로 상향 조정한다. 목표주가 240,000원은 12개월 선행 BPS 211,178원에 Target PBR 1.1배를 적용하여 산출하였다. 동사의 ROE는 정제마진의 구조적 강세와 석유화학사업의 안정적인 이익 시현으로 향후 3년간 12~13%를 시현할 것으로 예상하기 때문에 Target PBR 1.1배 적용은 무리가 없다는 판단이다. EAA 사업부 인수 외에 ROE 개선을 위한 신규성장동력을 확보한다면 동사에 적용된 디스카운트가 해소되면서 주가는 추가 상승할 것으로 예상된다.

목표주가(12M)	240,000원
종가 (2017/09/07)	187,000원

Stock Indicator

자본금	469십억원
발행주식수	9,371만주
시가총액	17,459십억원
외국인지분율	40.9%
배당금(2016)	6,400원
EPS(2017E)	23,420원
BPS(2017E)	198,278원
ROE(2017E)	12.3%
52주 주가	146,500~189,500원
60일평균거래량	287,123주
60일평균거래대금	49.0십억원

Price Trend



<표 1> SK 이노베이션 부문별 실적추이 및 전망

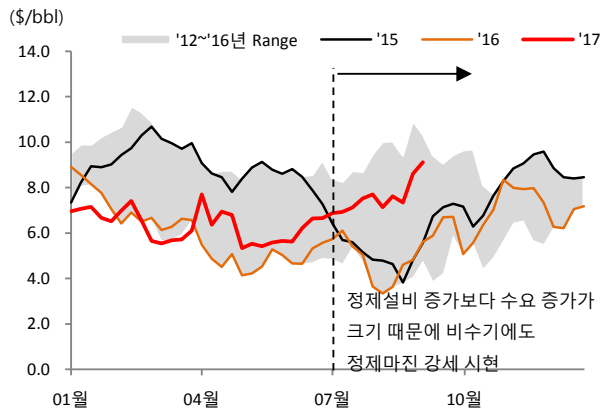
(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출	9,458.2	10,280.2	9,703.0	10,079.1	11,387.1	10,561.0	10,968.9	11,700.0	39,520.5	44,617.0	47,807.1
QoQ	-13.0%	8.7%	-5.6%	3.9%	13.0%	-7.3%	3.9%	6.7%	-	-	-
YoY	-21.5%	-20.9%	-22.0%	-7.2%	20.4%	2.7%	13.0%	16.1%	-18.3%	12.9%	7.1%
SK에너지	6,646.0	7,442.5	7,025.2	7,256.1	8,063.6	7,387.6	7,598.2	8,382.7	28,369.8	31,432.1	34,011.2
YoY	-26.0%	-21.8%	-22.3%	-6.5%	21.3%	-0.7%	8.2%	15.5%	-19.6%	10.8%	8.2%
SK종합화학	1,967.7	1,945.0	1,834.3	1,939.5	2,333.3	2,164.2	2,324.3	2,304.1	7,686.5	9,125.9	9,468.3
YoY	-10.9%	-24.8%	-22.1%	-9.3%	18.6%	11.3%	26.7%	18.8%	-17.2%	18.7%	3.8%
SK루브리컨츠	622.3	653.3	598.9	661.3	728.6	756.8	790.1	754.3	2,535.8	3,029.8	3,264.2
YoY	0.4%	-0.5%	-10.0%	-2.8%	17.1%	15.8%	31.9%	14.1%	-3.3%	19.5%	7.7%
SK이노베이션	222.2	239.4	244.6	222.2	261.6	252.4	256.3	258.9	928.4	1,029.2	1,063.4
YoY	-3.7%	-1.2%	-37.6%	-22.1%	17.7%	5.4%	4.8%	16.5%	-19.3%	10.9%	3.3%
영업이익	844.8	1,119.5	414.9	849.3	1,004.3	421.2	980.2	908.8	3,228.5	3,314.5	3,712.1
OPM	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.8%	4.0%	8.9%	7.8%	8.2%	7.4%	7.8%
QoQ	175.6%	32.5%	-62.9%	104.7%	18.3%	-58.1%	132.7%	-7.3%	-	-	-
YoY	163.0%	13.3%	14.0%	177.0%	18.9%	-62.4%	136.3%	7.0%	63.1%	2.7%	12.0%
SK에너지	392.4	614.3	9.5	609.4	453.9	12.5	518.0	497.9	1,625.6	1,482.3	1,947.3
OPM	5.9%	8.3%	0.1%	8.4%	5.6%	0.2%	6.8%	5.9%	5.7%	4.7%	5.7%
YoY	157.1%	-18.6%	-91.1%	113.8%	15.7%	-98.0%	5352.2%	-18.3%	25.1%	-8.8%	31.4%
SK종합화학	322.4	393.6	297.8	218.5	454.7	333.7	357.3	326.6	1,232.3	1,472.3	1,296.7
OPM	16.4%	20.2%	16.2%	11.3%	19.5%	15.4%	15.4%	14.2%	16.0%	16.1%	13.7%
YoY	179.1%	62.0%	148.6%	흑전	41.0%	-15.2%	20.0%	49.5%	185.7%	19.5%	-11.9%
SK루브리컨츠	132.2	132.9	117.0	86.4	94.9	120.2	120.9	109.5	468.5	445.5	502.3
OPM	21.2%	20.3%	19.5%	13.1%	13.0%	15.9%	15.3%	14.5%	18.5%	14.7%	15.4%
YoY	133.2%	220.2%	41.0%	-24.1%	-28.2%	-9.6%	3.3%	26.8%	58.8%	-4.9%	12.8%
SK이노베이션	-2.2	-21.3	-9.4	-65.0	0.8	-45.2	-15.9	-25.3	-97.9	-85.6	-34.1
OPM	-1.0%	-8.9%	-3.8%	-29.3%	0.3%	-17.9%	-6.2%	-9.8%	-10.5%	-8.3%	-3.2%
YoY	적지	적지	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주순이익	555.9	611.4	360.0	144.1	847.0	278.4	574.8	494.5	1,671.3	2,194.8	2,574.7
NPM	5.9%	5.9%	3.7%	1.4%	7.4%	2.6%	5.2%	4.2%	4.2%	4.9%	5.4%
YoY	89.9%	7.0%	136.5%	흑전	52.4%	-54.5%	59.6%	243.3%	105.1%	31.3%	17.3%

자료: 하이투자증권

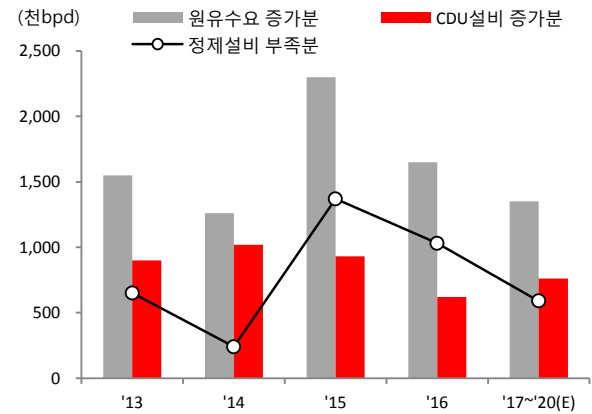
<그림 1> 복합정제마진 추이

<그림 2> 글로벌 원유수요/정제설비 증가분 추이 및 전망:



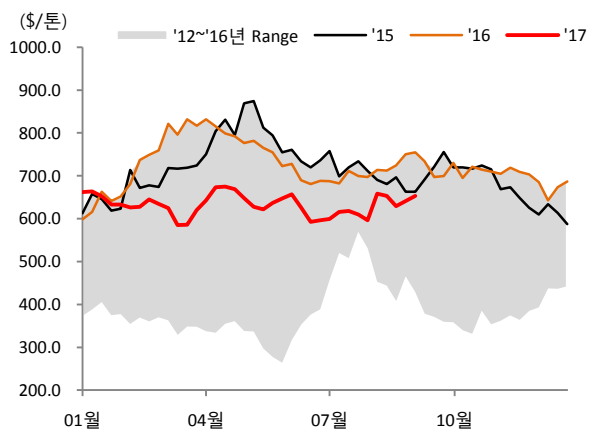
자료: Petronet, 하이투자증권

2013 년 이 후 정제설비 증가분이 수요 증가분을 하회



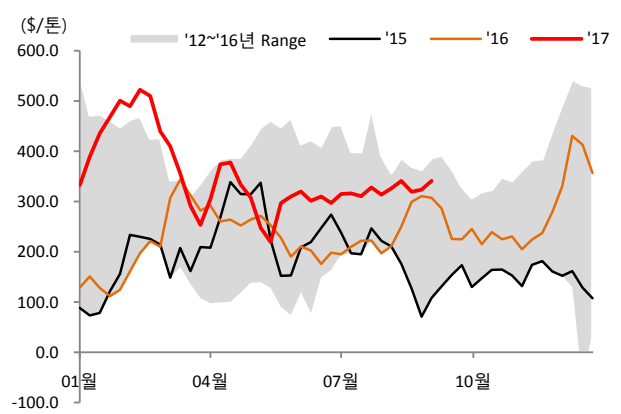
자료: Valero, 하이투자증권

<그림 5> HDPE-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



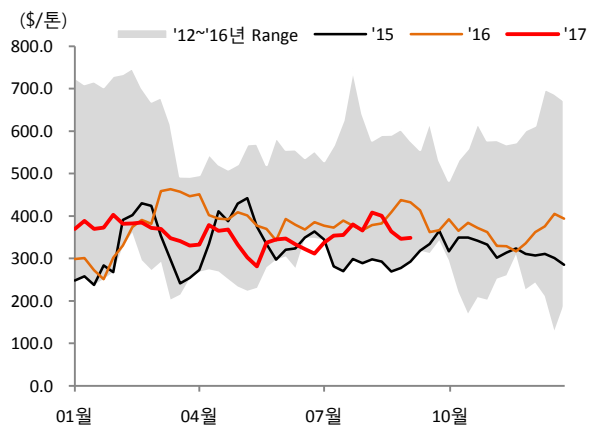
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 6> 벤젠-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



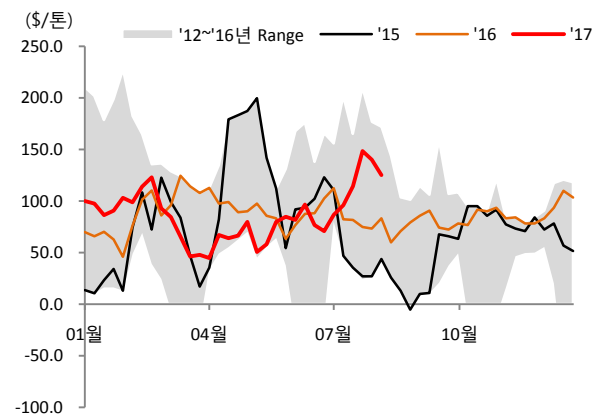
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 7> PX-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



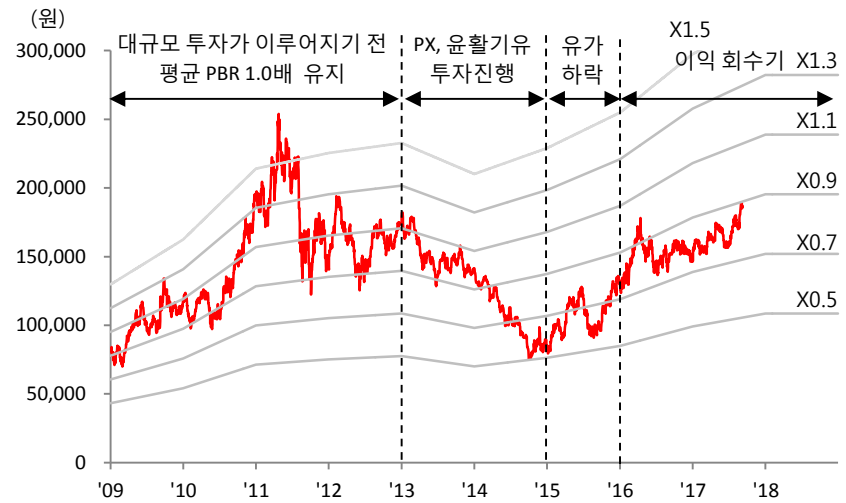
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 8> PTA-0.67*PX(4W Lagging) 스프레드 추이



자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 9> SK 이노베이션 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<표 2> SK 이노베이션 목표주가 산정

ROE	13.2%	2018년 예상 ROE
COE	8.9%	-
Risk Free Rate	2.0%	-
Beta	0.8	52주 beta
Risk Premium	8.4%	-
적정 PBR (a)	1.5	-
BPS(원) (b)	211,178	12M Fwd BPS
성장성 디스카운트 (c)	25%	성장성에 대한 불확실성으로 적용 PBR 25% 할인
목표주가 산출 (a) * (b) * (c)	236,121	-
목표주가(원)	240,000	-

자료: Quantiwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	14,988	14,667	15,153	15,857
현금 및 현금성자산	2,644	2,470	2,404	2,644
단기금융자산	3,111	2,489	2,614	2,666
매출채권	4,404	4,596	4,733	4,951
재고자산	4,445	4,729	5,020	5,214
비유동자산	17,594	18,793	19,623	20,396
유형자산	13,603	14,786	15,595	16,340
무형자산	1,272	1,184	1,102	1,026
자산총계	32,581	33,460	34,776	36,253
유동부채	8,737	9,136	9,276	9,693
매입채무	4,208	4,750	5,090	5,607
단기차입금	22	72	72	72
유동성장기부채	1,678	1,484	1,284	1,184
비유동부채	5,540	4,450	3,830	2,880
사채	4,123	3,033	2,913	2,163
장기차입금	749	749	249	49
부채총계	14,276	13,585	13,105	12,573
지배주주지분	17,103	18,581	20,346	22,321
자본금	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,884	5,884	5,884
이익잉여금	10,671	12,159	13,934	15,919
기타자본항목	-136	-136	-136	-136
비지배주주지분	1,202	1,293	1,325	1,359
자본총계	18,305	19,875	21,671	23,680

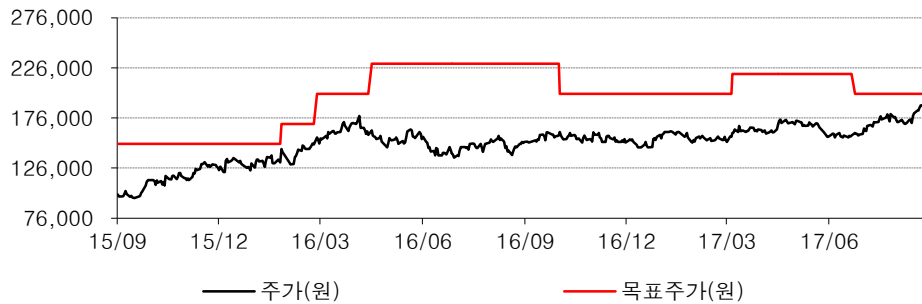
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	39,521	44,617	47,807	52,665
증가율(%)	-18.3	12.9	7.1	10.2
매출원가	34,562	39,405	42,032	46,629
매출총이익	4,959	5,212	5,775	6,037
판매비와관리비	1,730	1,898	2,063	2,027
연구개발비	145	147	158	174
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	3,228	3,314	3,712	4,010
증가율(%)	63.1	2.7	12.0	8.0
영업이익률(%)	8.2	7.4	7.8	7.6
이자수익	86	69	75	80
이자비용	253	201	176	136
지분법이익(손실)	85	85	85	85
기타영업외손익	-391	-43	-43	-43
세전계속사업이익	2,423	3,132	3,570	3,912
법인세비용	702	846	964	1,056
세전계속이익률(%)	6.1	7.0	7.5	7.4
당기순이익	1,721	2,286	2,606	2,856
순이익률(%)	4.4	5.1	5.5	5.4
지배주주귀속 순이익	1,671	2,195	2,575	2,821
기타포괄이익	-10	-10	-10	-10
총포괄이익	1,711	2,276	2,596	2,845
지배주주귀속총포괄이익	1,661	2,185	2,565	2,811

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	3,678	3,344	3,406	4,149
당기순이익	1,721	2,286	2,606	2,856
유형자산감가상각비	799	767	862	925
무형자산상각비	115	88	82	76
지분법관련손실(이익)	85	85	85	85
투자활동 현금흐름	-2,056	-1,699	-2,166	-2,094
유형자산의 처분(취득)	-567	-1,950	-1,670	-1,670
무형자산의 처분(취득)	61	-	-	-
금융상품의 증감	904	-796	59	292
재무활동 현금흐름	-2,019	-1,829	-1,525	-1,848
단기금융부채의증감	-345	-144	-200	-100
장기금융부채의증감	-1,090	-620	-950	-820
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-451	-596	-706	-800
현금및현금성자산의증감	-375	-174	-66	239
기초현금및현금성자산	3,020	2,644	2,470	2,404
기말현금및현금성자산	2,644	2,470	2,404	2,644

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	17,834	23,420	27,474	30,106
BPS	182,504	198,278	217,112	238,181
CFPS	27,591	32,545	37,548	40,792
DPS	6,400	7,600	8,600	9,000
Valuation(배)				
PER	8.2	8.0	6.8	6.2
PBR	0.8	0.9	0.9	0.8
PCR	5.3	5.7	5.0	4.6
EV/EBITDA	3.5	4.3	3.6	3.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	10.1	12.3	13.2	13.2
EBITDA 이익률	10.5	9.3	9.7	9.5
부채비율	78.0	68.4	60.5	53.1
순부채비율	4.5	1.9	-2.3	-7.8
매출채권회전율(x)	9.4	9.9	10.2	10.9
재고자산회전율(x)	9.9	9.7	9.8	10.3

자료 : SK 이노베이션, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(SK이노베이션)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-02-04	Buy	170,000	6개월	-16.4%	-11.5%
2016-03-07	Buy	200,000	6개월	-18.3%	-11.0%
2016-04-25	Buy	230,000	6개월	-34.5%	-28.5%
2016-10-11(담당자변경)	Buy	200,000	6개월	-22.3%	-18.8%
2017-03-15	Buy	220,000	6개월	-25.3%	-20.7%
2017-07-03	Buy	200,000	1년	-13.0%	-5.3%
2017-09-11	Buy	240,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 하준영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-