



2017/09/11

SK이노베이션(096770)

정제마진 강세로 석유화학사업 실적 개선 기대

■ 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~'16년) 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 495만 톤의 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 예상한다.

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

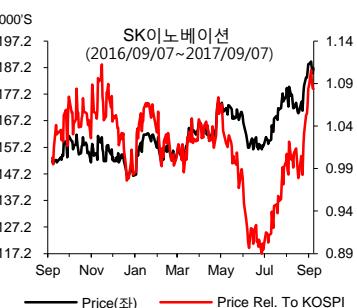
Buy (Maintain)

| | |
|--------------------|----------|
| 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



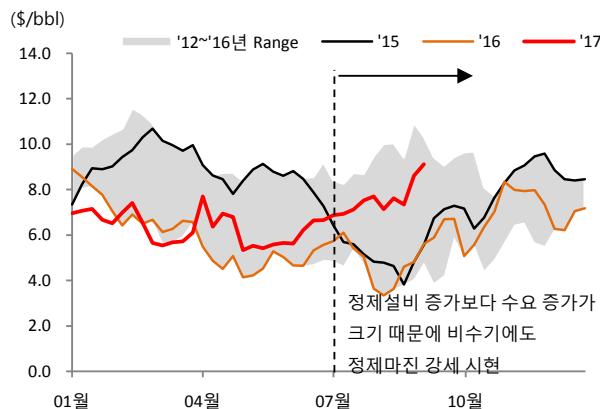
<표 1> SK 이노베이션 부문별 실적추이 및 전망

| | | | | | | | | | (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

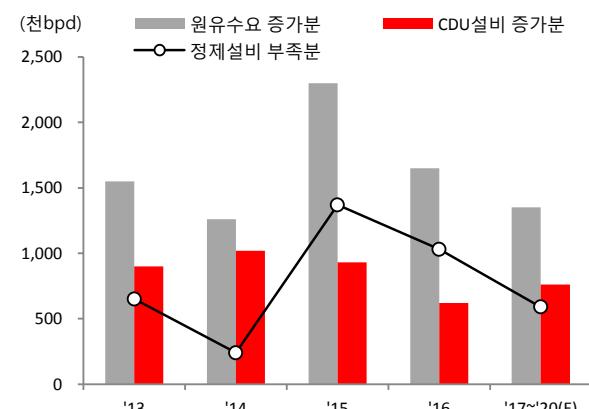
<그림 2> 글로벌 원유수요/정제설비 증가분 추이 및 전망:



자료: Petronet, 하이투자증권

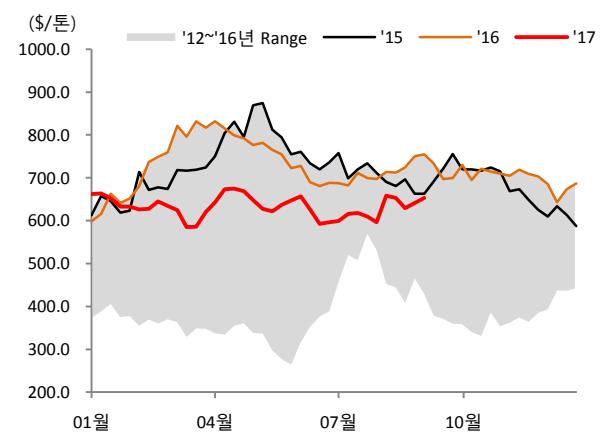
<그림 5> HDPE-납사(4W Lagging) 스프레드 추이

2013년 이 후 정제설비 증가분이 수요 증가분을 하회



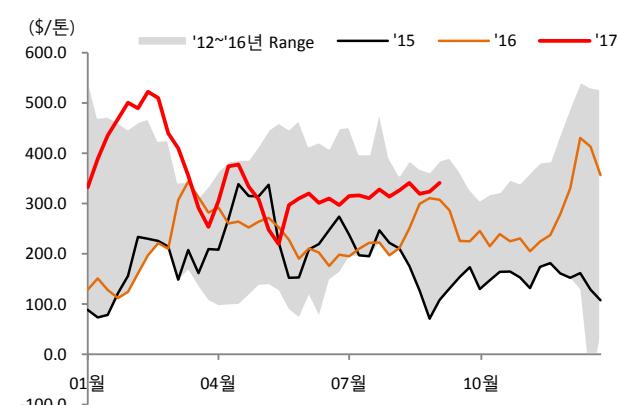
자료: Valero, 하이투자증권

<그림 6> 벤젠-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



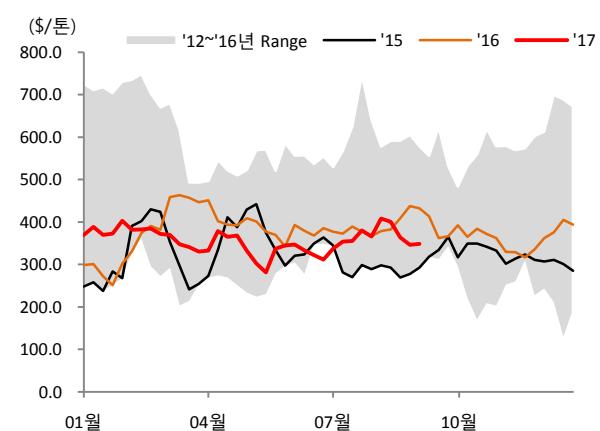
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 7> PX-납사(4W Lagging) 스프레드 추이

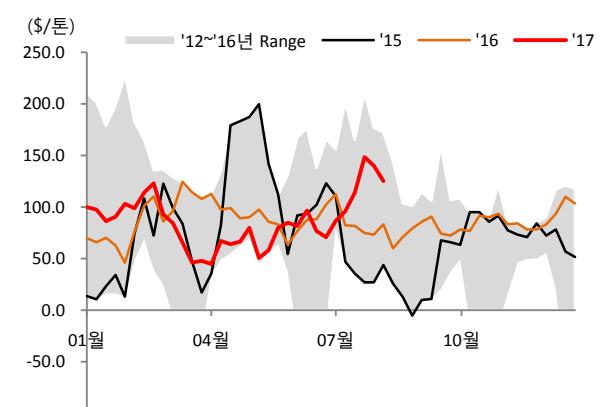


자료: Cischem, 하이투자증권

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

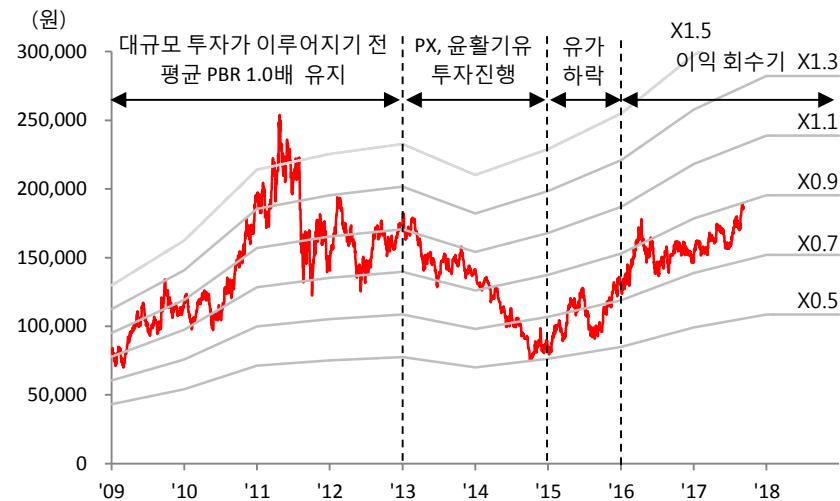


자료: Cischem, 하이투자증권



자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 9> SK 이노베이션 PBR 밴드



자료: Quantwise, 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: Quantwise, 하이투자증권

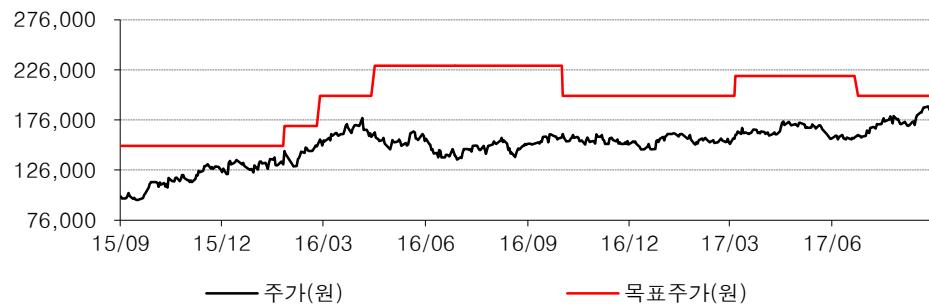
K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | (단위:십억원) | | | | 포괄손익계산서 | | (단위:십억원, %) | | | |
|------------|--|----------|--------|--------|--------|-------------|--|-------------|--------|--------|--------|
| | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 유동자산 | | 14,988 | 14,667 | 15,153 | 15,857 | 매출액 | | 39,521 | 44,617 | 47,807 | 52,665 |
| 현금 및 현금성자산 | | 2,644 | 2,470 | 2,404 | 2,644 | 증가율(%) | | -18.3 | 12.9 | 7.1 | 10.2 |
| 단기금융자산 | | 3,111 | 2,489 | 2,614 | 2,666 | 매출원가 | | 34,562 | 39,405 | 42,032 | 46,629 |
| 매출채권 | | 4,404 | 4,596 | 4,733 | 4,951 | 매출총이익 | | 4,959 | 5,212 | 5,775 | 6,037 |
| 재고자산 | | 4,445 | 4,729 | 5,020 | 5,214 | 판매비와관리비 | | 1,730 | 1,898 | 2,063 | 2,027 |
| 비유동자산 | | 17,594 | 18,793 | 19,623 | 20,396 | 연구개발비 | | 145 | 147 | 158 | 174 |
| 유형자산 | | 13,603 | 14,786 | 15,595 | 16,340 | 기타영업수익 | | - | - | - | - |
| 무형자산 | | 1,272 | 1,184 | 1,102 | 1,026 | 기타영업비용 | | - | - | - | - |
| 자산총계 | | 32,581 | 33,460 | 34,776 | 36,253 | 영업이익 | | 3,228 | 3,314 | 3,712 | 4,010 |
| 유동부채 | | 8,737 | 9,136 | 9,276 | 9,693 | 증가율(%) | | 63.1 | 2.7 | 12.0 | 8.0 |
| 매입채무 | | 4,208 | 4,750 | 5,090 | 5,607 | 영업이익률(%) | | 8.2 | 7.4 | 7.8 | 7.6 |
| 단기차입금 | | 22 | 72 | 72 | 72 | 이자수익 | | 86 | 69 | 75 | 80 |
| 유동성장기부채 | | 1,678 | 1,484 | 1,284 | 1,184 | 이자비용 | | 253 | 201 | 176 | 136 |
| 비유동부채 | | 5,540 | 4,450 | 3,830 | 2,880 | 지분법이익(손실) | | 85 | 85 | 85 | 85 |
| 사채 | | 4,123 | 3,033 | 2,913 | 2,163 | 기타영업외손익 | | -391 | -43 | -43 | -43 |
| 장기차입금 | | 749 | 749 | 249 | 49 | 세전계속사업이익 | | 2,423 | 3,132 | 3,570 | 3,912 |
| 부채총계 | | 14,276 | 13,585 | 13,105 | 12,573 | 법인세비용 | | 702 | 846 | 964 | 1,056 |
| 지배주주지분 | | 17,103 | 18,581 | 20,346 | 22,321 | 세전계속이익률(%) | | 6.1 | 7.0 | 7.5 | 7.4 |
| 자본금 | | 469 | 469 | 469 | 469 | 당기순이익 | | 1,721 | 2,286 | 2,606 | 2,856 |
| 자본잉여금 | | 5,884 | 5,884 | 5,884 | 5,884 | 순이익률(%) | | 4.4 | 5.1 | 5.5 | 5.4 |
| 이익잉여금 | | 10,671 | 12,159 | 13,934 | 15,919 | 지배주주귀속 순이익 | | 1,671 | 2,195 | 2,575 | 2,821 |
| 기타자본항목 | | -136 | -136 | -136 | -136 | 기타포괄이익 | | -10 | -10 | -10 | -10 |
| 비지배주주지분 | | 1,202 | 1,293 | 1,325 | 1,359 | 총포괄이익 | | 1,711 | 2,276 | 2,596 | 2,845 |
| 자본총계 | | 18,305 | 19,875 | 21,671 | 23,680 | 지배주주귀속총포괄이익 | | 1,661 | 2,185 | 2,565 | 2,811 |

| 현금흐름표 | | (단위:십억원) | | | | 주요투자지표 | | | | | |
|--------------|--|----------|--------|--------|--------|------------------------|--|---------|---------|---------|---------|
| | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 영업활동 현금흐름 | | 3,678 | 3,344 | 3,406 | 4,149 | 주당지표(원) | | | | | |
| 당기순이익 | | 1,721 | 2,286 | 2,606 | 2,856 | EPS | | 17,834 | 23,420 | 27,474 | 30,106 |
| 유형자산감가상각비 | | 799 | 767 | 862 | 925 | BPS | | 182,504 | 198,278 | 217,112 | 238,181 |
| 무형자산상각비 | | 115 | 88 | 82 | 76 | CFPS | | 27,591 | 32,545 | 37,548 | 40,792 |
| 지분법관련손실(이익) | | 85 | 85 | 85 | 85 | DPS | | 6,400 | 7,600 | 8,600 | 9,000 |
| 투자활동 현금흐름 | | -2,056 | -1,699 | -2,166 | -2,094 | Valuation(배) | | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | | -567 | -1,950 | -1,670 | -1,670 | PER | | 8.2 | 8.0 | 6.8 | 6.2 |
| 무형자산의 처분(취득) | | 61 | - | - | - | PBR | | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.8 |
| 금융상품의 증감 | | 904 | -796 | 59 | 292 | PCR | | 5.3 | 5.7 | 5.0 | 4.6 |
| 재무활동 현금흐름 | | -2,019 | -1,829 | -1,525 | -1,848 | EV/EBITDA | | 3.5 | 4.3 | 3.6 | 3.1 |
| 단기금융부채의증감 | | -345 | -144 | -200 | -100 | Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 장기금융부채의증감 | | -1,090 | -620 | -950 | -820 | ROE | | 10.1 | 12.3 | 13.2 | 13.2 |
| 자본의증감 | | - | - | - | - | EBITDA 이익률 | | 10.5 | 9.3 | 9.7 | 9.5 |
| 배당금지급 | | -451 | -596 | -706 | -800 | 부채비율 | | 78.0 | 68.4 | 60.5 | 53.1 |
| 현금및현금성자산의증감 | | -375 | -174 | -66 | 239 | 순부채비율 | | 4.5 | 1.9 | -2.3 | -7.8 |
| 기초현금및현금성자산 | | 3,020 | 2,644 | 2,470 | 2,404 | 매출채권회전율(x) | | 9.4 | 9.9 | 10.2 | 10.9 |
| 기밀현금및현금성자산 | | 2,644 | 2,470 | 2,404 | 2,644 | 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 | 괴리율 | |
|-------------------|------|---------|--------------|--------|------------|
| | | | | 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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 간접 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 하준영\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

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