



BUY(Maintain)

목표주가: 260,000원

주가(9/28): 194,500원

시가총액: 162,957억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/28)		2,373.14pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	196,000원	146,500원
등락률	-0.77%	32.76%
수익률	절대	상대
	1W	6.0%
	6M	19.3%
	1Y	26.7%
		5.9%
		8.8%
		9.6%

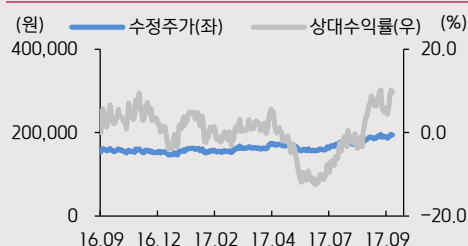
Company Data

발행주식수	93,714천주
일평균 거래량(3M)	278천주
외국인 지분율	40.46%
배당수익률(17E)	4.11%
BPS(17E)	200,975원
주요 주주	SK 외 2인
	국민연금관리공단
	33.42%
	10.08%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	395,205	439,603	448,201	451,631
보고영업이익	32,283	33,825	35,133	35,923
핵심영업이익	32,283	33,825	35,133	35,923
EBITDA	41,427	42,429	44,063	44,996
세전이익	24,234	33,479	33,072	33,380
순이익	17,214	25,184	25,796	26,036
지배주주지분순이익	16,713	24,277	24,586	24,815
EPS(원)	17,834	25,905	26,235	26,479
증감률(%YoY)	105.1	45.3	1.3	0.9
PER(배)	8.2	7.5	7.4	7.3
PBR(배)	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.6	4.4	4.0	3.5
보고영업이익률(%)	8.2	7.7	7.8	8.0
핵심영업이익률(%)	8.2	7.7	7.8	8.0
ROE(%)	9.7	13.1	12.3	11.4
순부채비율(%)	4.4	-0.5	-7.3	-13.0

Price Trend



SK이노베이션 (096770)

탐방 코멘트: 비수기 패턴이 깨지다



SK이노베이션의 올해 3분기 영업이익은 1조380억원으로 최근 높아진 시장 기대치를 상회할 전망이다. 정유부문의 비수기에도 불구하고, 유가 상승에 따른 재고평가이익 증가 및 역내/외 정제설비의 정기보수/허리케인 등으로 인한 생산 차질 확대로 정제마진이 전 분기 대비 개선될 것으로 예상되기 때문이다. 한편 올해 4분기도 9~10월 정기보수 증가 및 계절적 성수기 효과로 견조한 실적이 이어질 전망이다.

>>> 올해 3분기 영업이익, 최근 높아진 시장 기대치 상회 전망

SK이노베이션의 올해 3분기 영업이익은 1조380억원으로 최근 높아진 시장 기대치(8,862억원)를 상회할 전망이다. 정유부문의 계절적 비수기 요인에도 불구하고, 유가 상승에 따른 재고평가이익 증가 및 미국 허리케인 하비 영향으로 인한 정제마진 개선에 기인한다.

석유사업부문 영업이익은 5,770억원으로 전 분기(125억원) 대비 큰 폭의 증익이 전망된다. 계절적 비수기 영향에도 불구하고, 1) 전 분기 울산 CDU/No.2 RFCC 정기보수에 따른 기저 효과가 발생하였고, 2) 역내/외 정제설비 정기보수가 확대되는 가운데, 디젤/병커C유 크랙 마진이 수요 호조로 강세를 지속하였고, 3) 베트남 등 신규 프로젝트 가동 지연으로 올해 역내 CDU 순증 물량이 작년 대비 크게 감소하는 등 수급 타이트 현상이 지속되고 있고, 4) 허리케인 하비 영향으로 약 300만B/D(세계 생산능력의 3~4%)의 정제설비가 생산 차질에 들어가며, 휘발유 크랙 마진의 급락을 방어하고 있기 때문이다. 참고로 미국 정제설비는 세계에서 휘발유 생산 수출이 가장 높다.

화학사업부문 영업이익은 3,666억원으로 전 분기 대비 9.9% 증가할 것으로 전망된다. 릴라이언스 신규 PX 공장 가동에 따른 PX 스프레드 축소에도 불구하고, 1) 전 분기 PX 공장 정기보수로 인한 물량 측면의 기저 효과가 발생할 전망이다, 2) NCC 보유한 강점을 바탕으로 BD/SM/PP 등의 스프레드가 역내/외 수급 타이트를 반영하며 개선되었기 때문이다.

윤활유사업부문 영업이익은 1,302억원으로 전 분기 대비 8.3% 증가할 것으로 전망된다. 계절적 비수기 요인이 있었지만, 경쟁사 신증설 지연 효과 및 미국 허리케인 하비로 인한 생산차질로 Group II/III 기유가 견조한 스프레드를 유지할 것으로 전망되기 때문이다.

한편 9~10월 역내/외 정제설비 정기보수 확대 및 계절적 성수기 효과 등으로 올해 3분기에 이어 4분기 실적도 호조세를 이어갈 전망이다. 동사에 대해 투자자의견은 Buy를 유지하나, 목표주가는 실적 개선에 근거해 기존 240,000원에서 260,000원으로 8.3% 상향 조정한다.

>>> 배터리 생산능력 확대

동사는 내년 3분기부터 중대형 파우치 NCM 811 EV 배터리를 생산할 것으로 보인다. 이에 코발트 비중 축소로 배터리부문의 원가 감소가 예상된다. 또한 동사는 전기차 배터리 생산능력을 작년 1.1GWh에서 내년 3.9GWh로 확대할 계획이다. 이번 증설 또한 신규 수주에 따른 공급 필요량 확대에 따라 결정된 것으로 추정된다. 향후 추가적인 수주 증가가 전망된다.

>>> 정보전자 소재 실적 개선세

동사의 정보전자 소재부문의 실적이 일부 한계 사업 구조조정 완료 및 LiBS 사업 호조로 개선세가 이어지고 있다. 특히 LiBS는 중국을 중심으로 급성장하는 전기차 수요 증가로 현재 총 9개 라인을 100% 돌리고 있는 것으로 보인다. 또한 동사는 LiBS의 시장 성장에 대응하고자 추가적으로 2기의 라인 증설에 착수하였다. 이로써 동사의 LiBS 생산능력은 내년 상반기 3.3억만 M2(총 11개 라인)까지 증가할 전망이다. 이에 시장점유율 확대 및 규모의 경제 효과에 따른 추가적인 생산원가 감소가 예상된다. 또한 동사는 범용 분리막 대비 최대 40%의 가격 프리미엄을 받는 세라믹 코팅 분리막의 생산 비중도 높이고 있다.

>>> 중국 NCC의 실적 개선

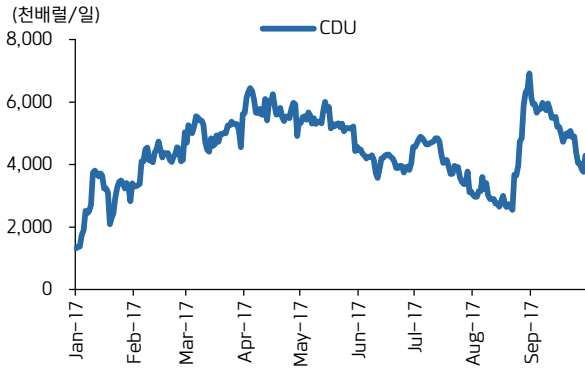
중국 허베이성 우한시에 위치한 중한석화는 SK종합화학과 Sinopec이 각각 35대 65의 지분율로 총 3.3조원을 투입한 초대형 NCC 프로젝트로 2014년 1월 상업생산에 들어간 이후 빠른 실적 개선 추세를 보이고 있다. 에틸렌 스프레드 강세에 따른 우호적 환경 요인이 가장 큰 요인이지만, 우한NCC에서 생산된 제품 대부분은 중국 내에서 소비되기 때문에 안정된 수요처를 확보하고 있고, SK종합화학의 핵심인력 투입으로 운영비용, 수선효율, 에너지원단위, 장치손실을 개선을 통하여 설비 조기 안정화를 꾀한 결과로 보인다. 한편 동사는 현재 80만톤 규모의 중국 NCC를 내년 상반기에 100만톤 이상으로 확대할 계획으로 보인다.

>>> Dow Chemical의 EAA 사업부 인수 완료

동사의 연결 자회사 SK종합화학은 총 3.6억 달러를 투자하여 Dow Chemical의 EAA 사업부 인수를 지난 9월 1일 완료하였다. 이에 동사는 Dow Chemical의 미국 텍사스, 스페인 타라고나의 EAA 생산설비 및 기타 무형 자산을 확보하게 되며 메이저 EAA 업체가 되었다. EAA는 에틸렌과 아크릴산의 공중합체(Copolymer)로 금속과의 접착성이 뛰어나 알루미늄 포일이나 PE 등 포장용 접착제로 주요 사용되고 있다.

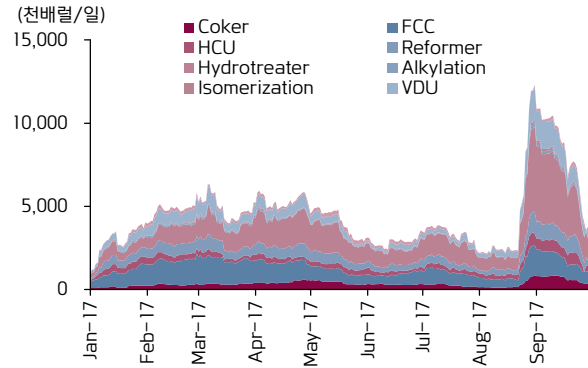
참고로 동 사업부문의 매출액은 약 1.43억 달러, EBITDA 마진율은 30%를 상회할 것으로 추정된다. EAA는 높은 기술력 및 공장 노하우가 필요하고, 소수 업체가 시장을 장악하고 있어, 가격이 범용 제품 대비 높으며, 변동성이 낮다. 동사는 이번 Dow Chemical의 EAA 설비 인수를 통하여 기존 넥슬렌 제품과 고부가 포장재 사업에서의 시너지 효과가 발생할 전망이다. 또한 동사는 향후 아시아 지역 신규 플랜트 건설 등을 검토하는 것으로 보인다.

2017년 세계 정제설비(CDU) 생산차질 추이



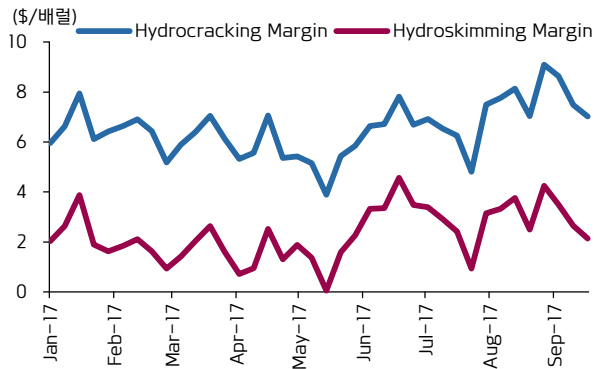
자료: 업계, 키움증권 리서치

2017년 세계 정제설비(기타) 생산차질 추이



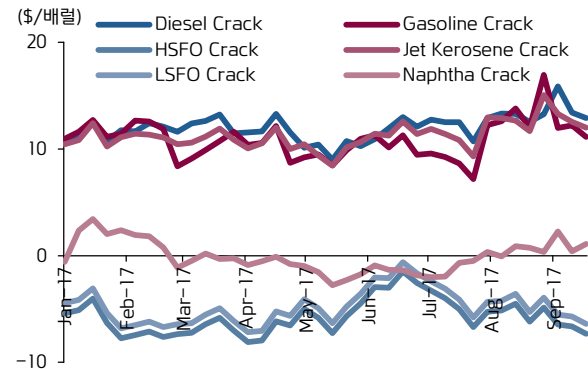
자료: 업계, 키움증권 리서치

싱가폴 정제마진 추이



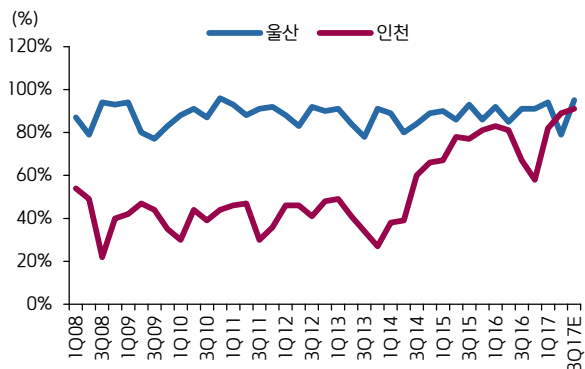
자료: 업계, 키움증권 리서치

싱가폴 석유제품 크랙 추이



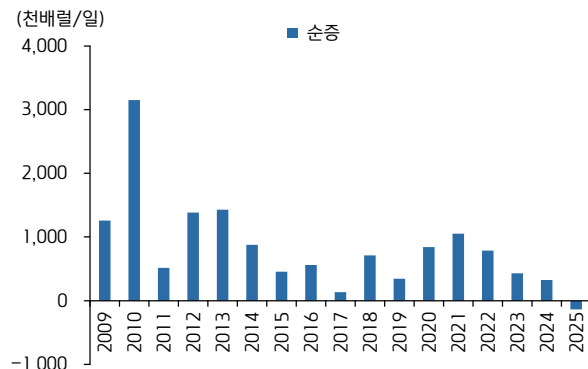
자료: 업계, 키움증권 리서치

SK이노베이션 CDU 가동률 추이



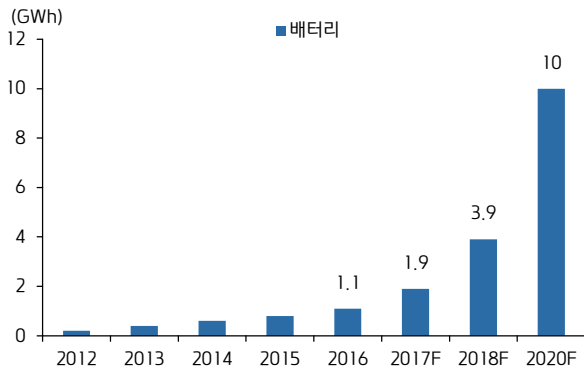
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

아시아태평양/중동 CDU 순증 추이



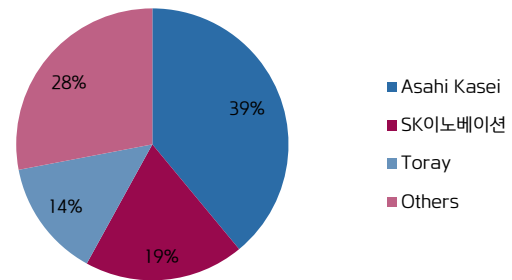
자료: 업계, 키움증권 리서치

SK이노베이션 배터리 생산능력 추이/전망



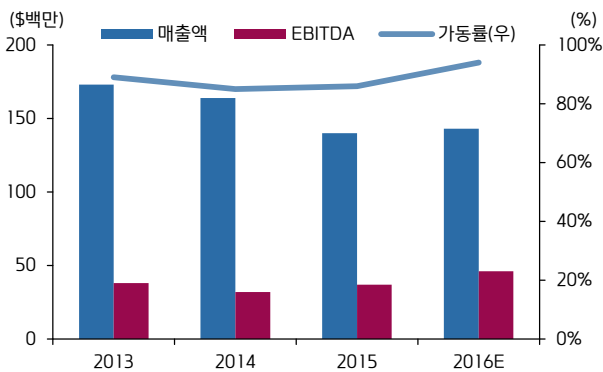
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

세계 분리막 시장점유율 현황



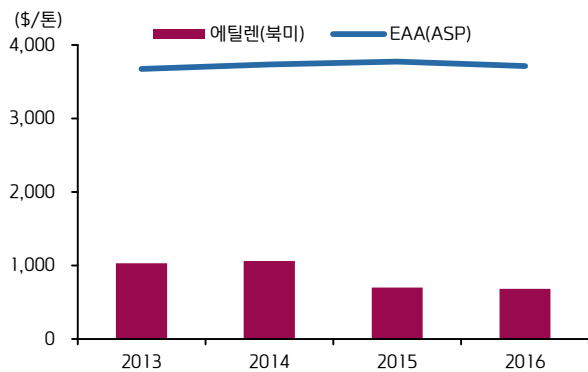
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 EAA 사업부 실적 추이



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

EAA 가격과 북미 에틸렌 가격 추이



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2014	2015	2016	2017E
전체 매출액	9,458	10,280	9,703	10,079	11,387	10,561	11,196	10,816	65,861	48,356	39,521	43,960
석유	6,646	7,443	7,025	7,256	8,064	7,388	8,010	7,734	49,056	35,300	28,370	31,196
화학	1,968	1,945	1,834	1,940	2,333	2,164	2,145	2,069	12,639	9,288	7,687	8,712
윤활유	622	653	599	661	729	757	777	784	2,988	2,622	2,536	3,047
석유개발/기타	222	239	245	222	262	252	264	229	1,204	1,150	928	1,006
전체 영업이익	845	1,120	415	849	1,004	421	1,038	919	-183	1,980	3,228	3,383
%OP	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.8%	4.0%	9.3%	8.5%	-0.3%	4.1%	8.2%	7.7%
석유	491	705	92	652	454	13	577	514	-992	1,299	1,939	1,558
화학	224	303	215	176	455	334	367	309	359	431	919	1,464
윤활유	132	133	117	86	95	120	130	131	290	295	469	477
석유개발/기타	-2	-21	-9	-65	1	-45	-36	-36	119	-45	-98	-116

* 2016년: 사업구분 변경 전 기준

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	483,563	395,205	439,603	448,201	451,631
매출원가	441,968	345,617	389,874	398,277	400,805
매출총이익	41,595	49,588	49,729	49,924	50,827
판매비및일반관리비	21,799	17,305	15,904	14,791	14,904
영업이익(보고)	19,796	32,283	33,825	35,133	35,923
영업이익(핵심)	19,796	32,283	33,825	35,133	35,923
영업외손익	-3,254	-8,050	-346	-2,061	-2,543
이자수익	565	855	887	1,017	1,029
배당금수익	91	92	283	399	404
외환이익	12,477	13,066	18,077	16,353	16,122
이자비용	2,676	2,530	2,313	2,737	2,951
외환손실	14,267	13,446	18,856	17,820	17,719
관계기업지분법손익	2,570	-1,240	676	269	183
투자및기타자산처분손익	-11	-170	-176	-189	-193
금융상품평가및기타금융이익	523	-943	1,032	647	582
기타	-2,527	-3,734	46	0	0
법인세차감전이익	16,541	24,234	33,479	33,072	33,380
법인세비용	6,566	7,019	8,179	7,276	7,344
유효법인세율 (%)	39.7%	29.0%	24.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	8,677	17,214	25,184	25,796	26,036
지배주주지분순이익(억원)	8,149	16,713	24,277	24,586	24,815
EBITDA	29,311	41,427	42,429	44,063	44,996
현금순이익(Cash Earnings)	18,192	26,358	33,788	34,726	35,110
수정당기순이익	8,368	18,004	24,328	25,339	25,648
증감율(% YoY)					
매출액	-26.6	-18.3	11.2	2.0	0.8
영업이익(보고)	N/A	63.1	4.8	3.9	2.2
영업이익(핵심)	N/A	63.1	4.8	3.9	2.2
EBITDA	386.8	41.3	2.4	3.9	2.1
지배주주지분 당기순이익	N/A	105.1	45.3	1.3	0.9
EPS	N/A	105.1	45.3	1.3	0.9
수정순이익	N/A	115.2	35.1	4.2	1.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	40,857	36,778	30,998	34,176	34,528
당기순이익	8,677	17,214	25,184	25,796	26,036
감가상각비	8,032	7,991	7,547	7,961	8,185
무형자산상각비	1,483	1,153	1,057	969	889
외환손익	445	293	780	1,467	1,598
자산처분손익	518	287	176	189	193
지분법손익	-490	-854	-676	-269	-183
영업활동자산부채 증감	15,605	2,680	-2,494	-483	-193
기타	6,588	8,014	-576	-1,454	-1,997
투자활동현금흐름	-13,454	-20,561	-18,509	-12,637	-12,333
투자자산의 처분	-7,636	-14,337	-3,926	-754	-296
유형자산의 처분	1,002	404	0	0	0
유형자산의 취득	-4,488	-6,070	-15,000	-12,000	-12,000
무형자산의 처분	-2,444	-545	0	0	0
기타	112	-13	417	117	-36
재무활동현금흐름	-27,683	-20,186	688	-1,340	-1,409
단기차입금의 증가	-26,294	-3,677	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,389	-12,009	7,500	6,000	6,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-4,513	-7,456	-7,456	-7,456
기타	0	12	644	116	47
현금및현금성자산의순증가	811	-3,755	13,177	20,199	20,786
기초현금및현금성자산	29,386	30,197	26,442	39,619	59,817
기말현금및현금성자산	30,197	26,442	39,619	59,817	80,604
Gross Cash Flow	25,253	34,097	33,492	34,659	34,721
Op Free Cash Flow	30,127	28,141	24,935	31,580	32,804

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	128,422	149,877	176,920	199,804	221,662
현금및현금성자산	30,197	26,442	39,619	59,817	80,604
유동금융자산	18,325	31,115	34,610	35,287	35,557
매출채권및유동채권	44,017	47,595	52,941	53,977	54,390
재고자산	35,598	44,453	49,446	50,414	50,799
기타유동비금융자산	286	273	304	309	312
비유동자산	185,177	175,936	182,669	185,772	189,152
장기매출채권및기타비유동채권	217	248	276	281	283
투자자산	26,784	25,673	26,582	26,923	27,539
유형자산	139,142	136,035	143,488	147,527	151,342
무형자산	16,631	12,723	11,666	10,697	9,808
기타비유동자산	2,404	1,258	658	344	180
자산총계	313,598	325,813	359,590	385,576	410,815
유동부채	74,940	87,365	95,270	96,801	97,412
매입채무및기타유동채무	50,808	65,288	72,623	74,043	74,610
단기차입금	3,893	219	219	219	219
유동성장기차입금	16,554	16,781	16,781	16,781	16,781
기타유동부채	3,684	5,077	5,647	5,758	5,802
비유동부채	68,195	55,397	63,541	69,657	75,704
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	61,301	48,697	56,197	62,197	68,197
기타비유동부채	6,894	6,700	7,344	7,460	7,507
부채총계	143,135	142,763	158,812	166,458	173,116
자본금	4,686	4,686	4,686	4,686	4,686
주식발행초과금	56,832	56,832	56,832	56,832	56,832
이익잉여금	94,496	106,708	124,018	141,610	159,418
기타자본	2,883	2,805	2,805	2,805	2,805
지배주주지분자본총계	158,897	171,032	188,342	205,933	223,741
비지배주주지분자본총계	11,566	12,019	12,436	13,185	13,958
자본총계	170,463	183,050	200,778	219,118	237,699
순차입금	33,227	8,140	-1,032	-15,907	-30,964
총차입금	81,748	65,697	73,197	79,197	85,197

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	8,696	17,834	25,905	26,235	26,479
BPS	169,556	182,504	200,975	219,747	238,749
주당EBITDA	31,277	44,206	45,275	47,019	48,015
CFPS	19,412	28,126	36,054	37,056	37,465
DPS	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	14.9	8.2	7.5	7.4	7.3
PBR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.5	3.6	4.4	4.0	3.5
PCFR	6.7	5.2	5.4	5.2	5.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	8.2	7.7	7.8	8.0
영업이익률(핵심)	4.1	8.2	7.7	7.8	8.0
EBITDA margin	6.1	10.5	9.7	9.8	10.0
순이익률	1.8	4.4	5.7	5.8	5.8
자기자본이익률(ROE)	5.2	9.7	13.1	12.3	11.4
투자자본이익률(ROIC)	6.0	13.0	19.3	19.3	19.4
안정성(%)					
부채비율	84.0	78.0	79.1	76.0	72.8
순차입금비율	19.5	4.4	-0.5	-7.3	-13.0
이자보상배율(배)	7.4	12.8	14.6	12.8	12.2
활동성(배)					
매출채권회전율	9.0	8.6	8.7	8.4	8.3
재고자산회전율	11.0	9.9	9.4	9.0	8.9
매입채무회전율	8.2	6.8	6.4	6.1	6.1

Compliance Notice

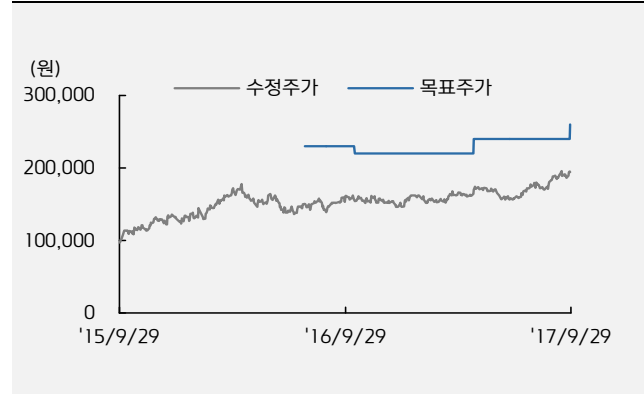
- 당사는 9월 28일 현재 'SK이노베이션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사원	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK이노베이션 (096770)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	230,000원	6개월	-35.0	-31.3
	2016/09/06	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-33.4	-29.6
	2016/10/13	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-33.4	-29.6
	2016/10/14	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.7	-26.8
	2016/10/28	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.8	-26.8
	2016/10/31	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-29.8	-26.6
	2016/12/26	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-29.3	-26.1
	2017/02/06	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.8	-23.6
	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		

*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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%