



2017/11/03

SK이노베이션(096770)

정제마진 강세에 VRDS 투자로 성장성도 확보

■ 3Q17 Review: 정제마진 강세로 영업이익 급증

동사는 3Q17 실적은 매출액 117,589억원(YoY +21.2%), 영업이익 9,636억원(YoY +132.3%)을 기록했지만 시장기대치는 소폭 하회했다. 정제마진이 \$8.3/bbl로 QoQ \$1.9/bbl 상승하면서 이익 개선을 이끌었다. 다만 석유사업부문에서 파생상품손실(300억원), 임금체계 변경에 따른 비용(400억원), 지방세(300억원) 등 일회성 비용이 약 1,000억원 발생하면서 시장 기대치는 소폭 하회했다.

석유사업부문은 타이트한 수급으로 정제마진이 강세를 보이면서 영업이익이 5,264억원을 기록해 QoQ 이익이 대폭 증가(2Q17 125억원)했다. 이번 분기 석유사업부문 재고평가 이익은 1,000억원으로 파악된다. 화학사업부문은 릴라이언스의 설비 ramp-up에 따른 공급 증가로 PX 스프레드가 약세를 보였지만 올레핀 제품 스프레드가 강보합세를 나타내면서 영업이익이 3,260억원으로 전 분기(2Q17 3,337억원)와 유사한 수준을 기록했다.

■ VRDS(중질유 탈황공정) 투자로 성장성 확보

동사는 VRDS(중질유 탈황공정)에 투자함으로써 성장성을 확보했다는 판단이다. 투자금액은 총 1조 215억원이며 HSFO(고유황 중질유) 4만b/d를 투입해 LSFO(저유황 중질유) 3.4만b/d, 경유 0.6만b/d, LPG/납사 0.2만b/d가 생산될 예정이다. VRDS는 IMO의 규제가 시행되는 2020년부터 가동될 예정이며 역마진 제품인 HSFO로 상대적 고부가 제품인 LSFO, 경유 등을 생산하기 때문에 동사의 이익 개선(EBITDA 6% 수준)에 기여할 것으로 예상한다.

■ 투자의견 Buy, 목표주가 260,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 260,000원으로 상향조정한다. 목표주가 260,000원은 2018년 예상 BPS 218,176원에 Target PBR 1.23배를 적용하여 산출하였다. 향후 3년간 증설을 뛰어넘는 수요 증가로 정제마진이 강세를 보일 것으로 예상되는 가운데 이번 VRDS 투자를 통해 추가 성장성도 확보했다는 판단이다.

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

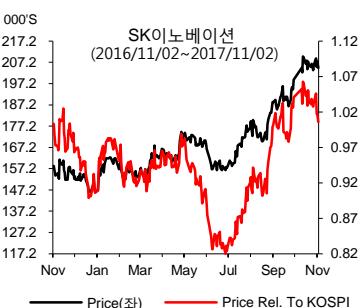
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	260,000원
종가 (2017/11/02)	204,500원

Stock Indicator

자본금	469십억원
발행주식수	9,371만주
시가총액	19,085십억원
외국인지분율	41.4%
배당금(2016)	6,400원
EPS(2017E)	25,235원
BPS(2017E)	199,496원
ROE(2017E)	13.2%
52주 주가	146,500~210,000원
60일평균거래량	259,811주
60일평균거래대금	49.4십억원

Price Trend



COMPANY BRIEF

<표 1> SK 이노베이션 3Q17 Review

(단위: 십억원)

	3Q16	2Q17	3Q17	증감률		컨센서스	
				YoY	QoQ	3Q17	차이
매출액	9,703.0	10,561.1	11,758.9	21.2%	11.3%	11,077.0	6.2%
영업이익	414.9	421.2	963.6	132.3%	128.8%	1,059.3	-9.0%
OPM	4.3%	4.0%	8.2%	-	-	9.6%	-
지배주주순이익	360.0	278.4	682.8	89.7%	145.3%	729.6	-6.4%

자료: Quantewise, 하이투자증권

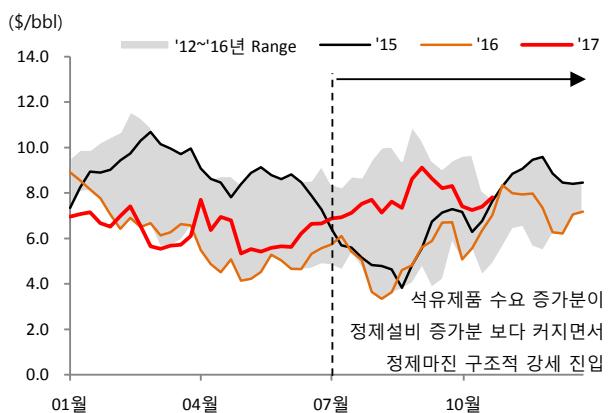
<표 2> SK 이노베이션 부문별 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출	9,458.2	10,280.2	9,703.0	10,079.1	11,387.1	10,561.0	11,758.9	11,700.8	39,520.5	45,407.8	48,372.3
QoQ	-13.0%	8.7%	-5.6%	3.9%	13.0%	-7.3%	11.3%	-0.5%	-	-	-
YoY	-21.5%	-20.9%	-22.0%	-7.2%	20.4%	2.7%	21.2%	16.1%	-18.3%	14.9%	6.5%
SK에너지	6,646.0	7,442.5	7,025.2	7,256.1	8,063.6	7,387.6	8,428.5	8,311.5	28,369.8	32,191.2	34,790.4
YoY	-26.0%	-21.8%	-22.3%	-6.5%	21.3%	-0.7%	20.0%	14.5%	-19.6%	13.5%	8.1%
SK종합화학	1,967.7	1,945.0	1,834.3	1,939.5	2,333.3	2,164.2	2,291.7	2,368.8	7,686.5	9,158.0	9,326.7
YoY	-10.9%	-24.8%	-22.1%	-9.3%	18.6%	11.3%	24.9%	22.1%	-17.2%	19.1%	1.8%
SK루브리컨츠	622.3	653.3	598.9	661.3	728.6	756.8	750.1	747.9	2,535.8	2,983.4	3,151.9
YoY	0.4%	-0.5%	-10.0%	-2.8%	17.1%	15.8%	25.2%	13.1%	-3.3%	17.7%	5.6%
SK이노베이션	222.2	239.4	244.6	222.2	261.6	252.4	288.6	272.7	928.4	1,075.3	1,103.3
YoY	-3.7%	-1.2%	-37.6%	-22.1%	17.7%	5.4%	18.0%	22.7%	-19.3%	15.8%	2.6%
영업이익	844.8	1,119.5	414.9	849.3	1,004.3	421.2	963.6	876.7	3,228.5	3,265.8	3,538.0
OPM	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.8%	4.0%	8.2%	7.5%	8.2%	7.2%	7.3%
QoQ	175.6%	32.5%	-62.9%	104.7%	18.3%	-58.1%	128.8%	-9.0%	-	-	-
YoY	163.0%	13.3%	14.0%	177.0%	18.9%	-62.4%	132.3%	3.2%	63.1%	1.2%	8.3%
SK에너지	392.4	614.3	9.5	609.4	453.9	12.5	526.4	492.9	1,625.6	1,485.7	1,926.7
OPM	5.9%	8.3%	0.1%	8.4%	5.6%	0.2%	6.2%	5.9%	5.7%	4.6%	5.5%
YoY	157.1%	-18.6%	-91.1%	113.8%	15.7%	-98.0%	5441.1%	-19.1%	25.1%	-8.6%	29.7%
SK종합화학	322.4	393.6	297.8	218.5	454.7	333.7	326.0	295.9	1,232.3	1,410.3	1,266.7
OPM	16.4%	20.2%	16.2%	11.3%	19.5%	15.4%	14.2%	12.5%	16.0%	15.4%	13.6%
YoY	179.1%	62.0%	148.6%	흑전	41.0%	-15.2%	9.5%	35.4%	185.7%	14.4%	-10.2%
SK루브리컨츠	132.2	132.9	117.0	86.4	94.9	120.2	144.1	123.4	468.5	482.6	443.8
OPM	21.2%	20.3%	19.5%	13.1%	13.0%	15.9%	19.2%	16.5%	18.5%	16.2%	14.1%
YoY	133.2%	220.2%	41.0%	-24.1%	-28.2%	-9.6%	23.2%	42.8%	58.8%	3.0%	-8.0%
SK이노베이션	-2.2	-21.3	-9.4	-65.0	0.8	-45.2	-32.9	-35.6	-97.9	-112.9	-99.2
OPM	-1.0%	-8.9%	-3.8%	-29.3%	0.3%	-17.9%	-11.4%	-13.0%	-10.5%	-10.5%	-9.0%
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	682.8	556.6	1,671.3	2,364.9	2,588.2
NPM	5.9%	5.9%	3.7%	1.4%	7.4%	2.6%	5.8%	4.8%	4.2%	5.2%	5.4%
YoY	89.9%	7.0%	136.5%	흑전	52.4%	-54.5%	89.6%	286.4%	105.1%	41.5%	9.4%

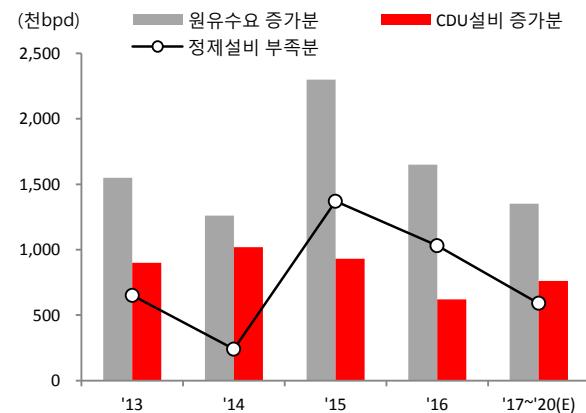
자료: 하이투자증권

<그림 1> 복합정제마진 추이



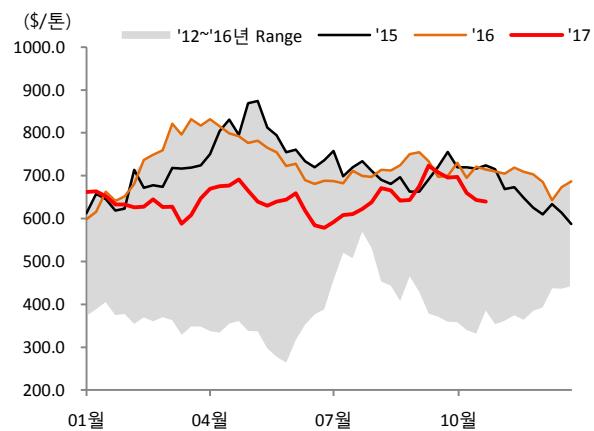
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 2> 글로벌 원유수요/정제설비 증가분 추이 및 전망: 2013년 이 후 정제설비 증가분이 수요 증가분을 하회



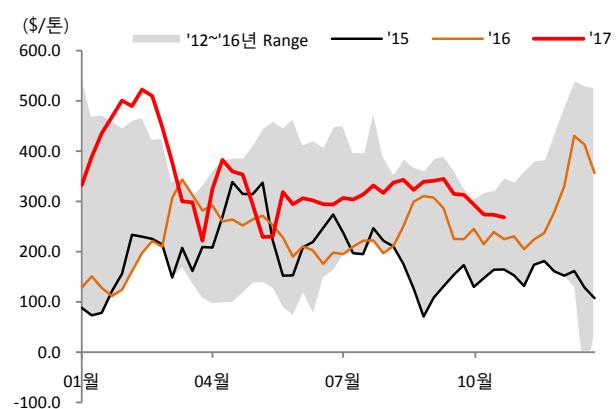
자료: Valero, 하이투자증권

<그림 3> HDPE-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



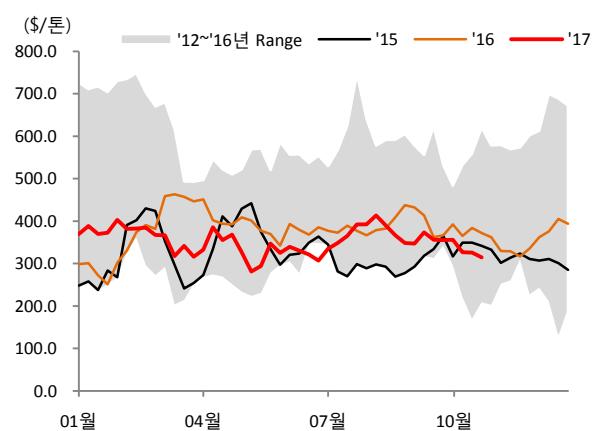
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 4> 벤젠-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



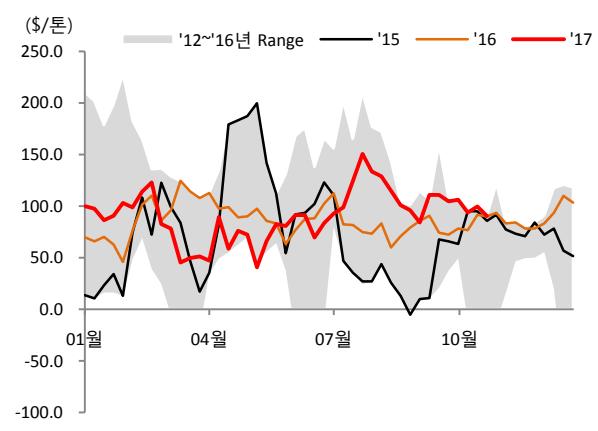
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 5> PX-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



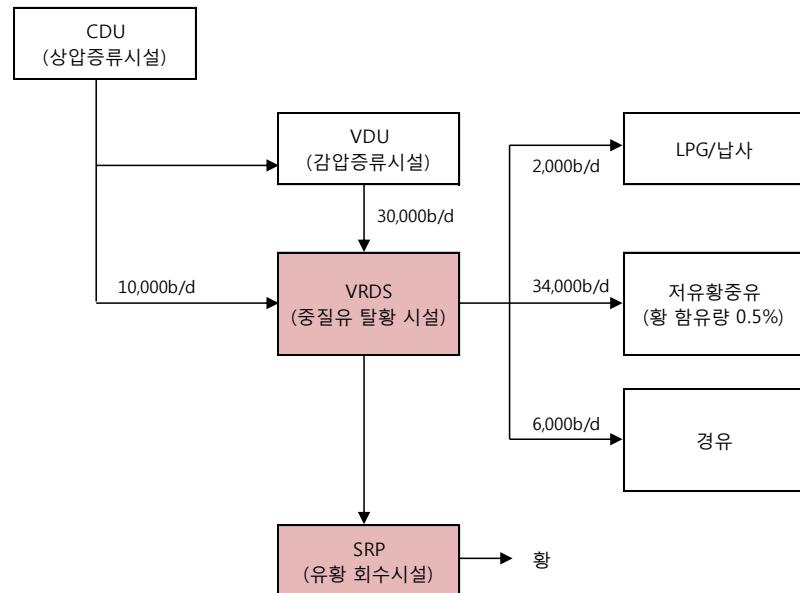
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 6> PTA-0.67*PX(4W Lagging) 스프레드 추이



자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 7> VRDS(중질유 탈황공정) 투자 내용



투자 경제성	- IRR 15% 이상, Payback Period 4년
총 투자지출	- 1조 215억원
상업 가동 시점	2020년 7월
위치	울산 콤플렉스 내

자료: SK이노베이션, 하이투자증권

<그림 7> SK 이노베이션 PBR 밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권

<표 3> SK 이노베이션 목표주가 산정

ROE	13.2%	2018년 예상 ROE
COE	10.7%	-
Risk Free Rate	2.2%	-
Beta	0.9	52주 beta
Risk Premium	9.2%	-
적정 PBR (a)	1.2	-
BPS(원) (b)	218,176	2018년 예상 BPS
목표주가 산출 (a) * (b)	268,356	-
목표주가(원)	260,000	-

자료: Quantwise, 하이투자증권

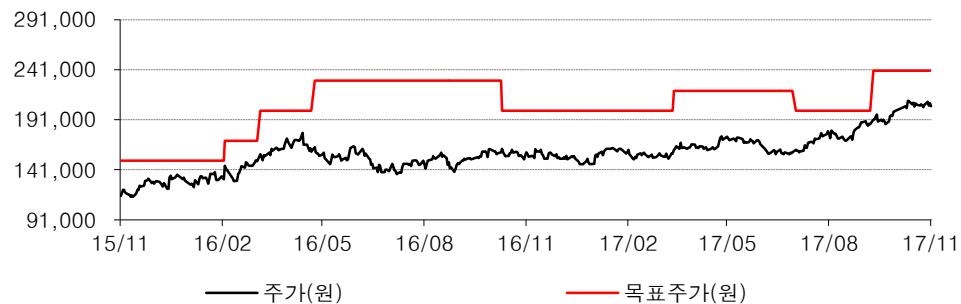
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원, %)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		14,988	14,469	14,312	14,702	매출액		39,521	45,408	48,372	51,447
현금 및 현금성자산		2,644	2,517	2,483	2,600	증가율(%)		-18.3	14.9	6.5	64
단기금융자산		3,111	2,396	1,869	1,738	매출원가		34,562	40,211	42,755	45,780
매출채권		4,404	4,586	4,789	4,990	매출총이익		4,959	5,197	5,617	5,668
재고자산		4,445	4,586	4,789	4,990	판매비와관리비		1,730	1,931	2,079	1,980
비유동자산		17,594	18,997	20,131	21,292	연구개발비		145	150	160	170
유형자산		13,603	14,786	15,795	16,822	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		1,272	1,184	1,102	1,026	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		32,581	33,465	34,444	35,993	영업이익		3,228	3,266	3,538	3,687
유동부채		8,737	9,220	9,336	9,564	증가율(%)		63.1	1.2	8.3	4.2
매입채무		4,208	4,835	5,150	5,478	영업이익률(%)		8.2	7.2	7.3	7.2
단기차입금		22	72	72	72	이자수익		86	69	65	65
유동성장기부채		1,678	1,484	1,284	1,184	이자비용		253	194	157	132
비유동부채		5,540	4,250	3,330	2,780	지분법이익(손실)		85	290	190	190
사채		4,123	2,833	2,413	2,063	기타영업외손익		-391	-43	-43	-43
장기차입금		749	749	249	49	세전계속사업이익		2,423	3,375	3,588	3,762
부채총계		14,276	13,469	12,665	12,343	법인세비용		702	911	969	1,016
지배주주지분		17,103	18,696	20,446	22,285	세전계속이익률(%)		6.1	7.4	7.4	7.3
자본금		469	469	469	469	당기순이익		1,721	2,463	2,620	2,746
자본잉여금		5,884	5,884	5,884	5,884	순이익률(%)		4.4	5.4	5.4	5.3
이익잉여금		10,671	12,273	14,034	15,883	지배주주귀속 순이익		1,671	2,365	2,588	2,714
기타자본항목		-136	-136	-136	-136	기타포괄이익		-10	-10	-10	-10
비지배주주지분		1,202	1,300	1,332	1,365	총포괄이익		1,711	2,453	2,609	2,736
자본총계		18,305	19,996	21,778	23,650	지배주주귀속총포괄이익		1,661	2,355	2,578	2,703

현금흐름표		(단위:십억원)				주요투자지표					
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		3,678	3,631	3,504	3,748	주당지표(원)					
당기순이익		1,721	2,463	2,620	2,746	EPS		17,834	25,235	27,618	28,956
유형자산감가상각비		799	767	862	942	BPS		182,504	199,496	218,176	237,798
무형자산상각비		115	88	82	76	CFPS		27,591	34,360	37,691	39,823
지분법관련손실(이익)		85	290	190	190	DPS		6,400	8,200	8,900	9,300
투자활동 현금흐름		-2,056	-1,606	-1,714	-2,211	Valuation(배)					
유형자산의 처분(취득)		-567	-1,950	-1,870	-1,970	PER		8.2	8.1	7.4	7.1
무형자산의 처분(취득)		61	-	-	-	PBR		0.8	1.0	0.9	0.9
금융상품의 증감		904	-843	-562	-14	PCR		5.3	6.0	5.4	5.1
재무활동 현금흐름		-2,019	-2,029	-1,881	-1,476	EV/EBITDA		3.5	4.7	4.2	3.8
단기금융부채의증감		-345	-144	-200	-100	Key Financial Ratio(%)					
장기금융부채의증감		-1,290	-920	-550	-820	ROE		10.1	13.2	13.2	12.7
자본의증감		-	-	-	-	EBITDA 이익률		10.5	9.1	9.3	9.1
배당금지급		-451	-596	-762	-827	부채비율		78.0	67.4	58.2	52.2
현금및현금성자산의증 감		-375	-127	-35	117	순부채비율		4.5	1.1	-1.5	-4.1
기초현금및현금성자산		3,020	2,644	2,517	2,483	매출채권회전율(x)		9.4	10.1	10.3	10.5
기밀현금및현금성자산		2,644	2,517	2,483	2,600	재고자산회전율(x)		9.9	10.1	10.3	10.5

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	-12.9%	-5.3%
2017-09-11	Buy	240,000	1년	-16.7%	-12.5%
2017-11-03	Buy	260,000	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 간섭 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 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-