



## BUY(Maintain)

목표주가: 260,000원

주가(1/31): 190,765원

시가총액: 190,765억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (1/31)	2,476.37pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	217,500원	151,500원
등락률	-5.98%	34.98%
수익률	절대	상대
1W	0.0%	-3.9%
6M	15.9%	8.5%
1Y	30.3%	4.9%

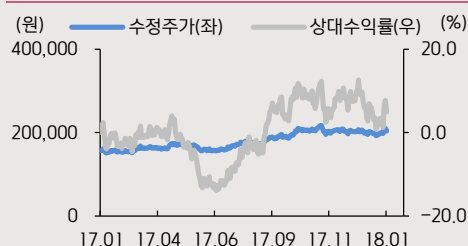
## Company Data

발행주식수	93,714천주	
일평균 거래량(3M)	237천주	
외국인 지분율	42.01%	
배당수익률(17E)	3.91%	
BPS(17E)	198,254원	
주요 주주	SK 외 2인	33.42%
	국민연금관리공단	10.00%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	395,205	468,265	522,875	508,713
보고영업이익	32,283	32,343	33,322	34,856
핵심영업이익	32,283	32,343	33,322	34,856
EBITDA	41,427	40,948	42,529	44,524
세전이익	24,234	32,347	33,070	34,158
순이익	17,214	22,140	25,795	26,643
지배주주지분순이익	16,713	21,726	25,704	26,550
EPS(원)	17,834	23,184	27,429	28,331
증감률(%YoY)	105.1	30.0	18.3	3.3
PER(배)	8.2	8.8	7.5	7.2
PBR(배)	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	3.6	5.0	4.6	4.2
보고영업이익률(%)	8.2	6.9	6.4	6.9
핵심영업이익률(%)	8.2	6.9	6.4	6.9
ROE(%)	9.7	11.6	12.5	11.8
순부채비율(%)	4.4	5.3	2.8	-1.1

## Price Trend



## 기업브리프

## SK이노베이션 (096770)

## 재고평가이익 증가로 시장 기대치 부합



SK이노베이션의 작년 4분기 영업이익은 8,453억원으로 시장 기대치에 대체적으로 부합하였습니다. 수출주에 부정적인 환율 효과 및 미국 정제설비의 가동률 상승에도 불구하고, 유가 상승에 따른 석유사업부문의 재고평가이익(+2,500억원)이 발생하였기 때문입니다. 한편 당사는 주주환원 강화를 위하여, 주당 8,000원(중간배당 포함)의 현금배당 지급을 결정하였습니다.

## &gt;&gt;&gt; 작년 4분기 영업이익, 시장 기대치 부합

SK이노베이션의 작년 4분기 실적은 매출액 13조1,196억원(YoY +30.2%, QoQ +11.6%), 영업이익 8,453억원(YoY -0.5%, QoQ -12.3%)을 기록하며 시장 기대치(영업이익 9,047억원)에 부합하였다. 수출주에 부정적인 환율 효과 및 허리케인 이후 복귀한 미국 정제설비의 재가동에도 불구하고, 유가 상승에 따른 재고평가이익이 발생하였기 때문이다.

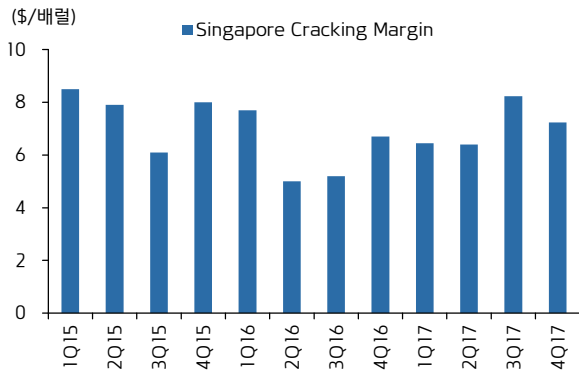
사업부문별로는 1) 석유사업부문 영업이익은 동절기 성수기 효과와 유가 상승에 따른 재고평가이익(+2,500억원)의 발생에도 불구하고, 수출주에 부정적인 환율 효과 및 미국 정제설비의 가동률 개선으로 전 분기 대비 3.2% 감소한 5,093억원을 기록하였다. 2) 화학사업부문 영업이익은 에틸렌 스프레드가 강세를 지속하였지만, 역내 정기보수 감소 및 중국 고위재고 소진으로 PE 스프레드가 축소되었고, 방향족 다운스트림의 수요 약세로 전 분기 대비 19.4% 감소한 2,628억원을 기록하였다. 3) 윤활유사업부문 영업이익은 부정적 원재료 투입 효과가 발생했음에도 불구하고, 최적 운영 등을 통한 물량 증가로 전 분기 대비 1.1% 증가한 1,457억원을 기록하였다. 윤활기유부문은 S-Oil 영업이익을 재차 상회한 것으로 보인다. 4) 석유개발 및 기타사업부문 영업이익은 유가 상승 및 전 분기 페루 광구 정기보수에 따른 기저 효과로 석유개발사업이 개선되었지만, 소재사업의 재고조정으로 전 분기 대비 적자를 지속하였다.

한편 당사는 실적 컨퍼런스콜에서 주주환원 강화를 통한 기업가치 제고를 위하여, 총 주당 8,000원(중간배당 1,600원 포함)의 현금배당 지급을 결정하였다.

## &gt;&gt;&gt; 전 사업부문의 제품믹스 고도화 추진

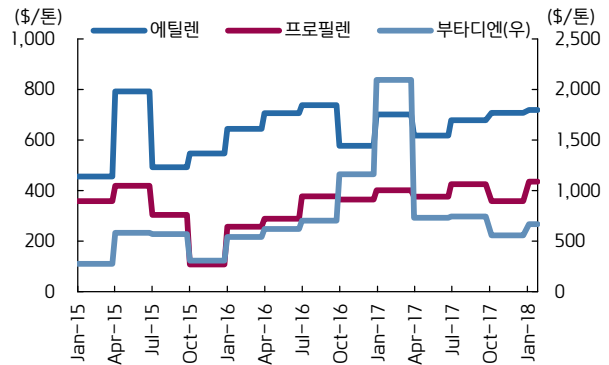
당사는 재작년부터 이어진 실적 개선 및 강한 재무구조를 바탕으로 현재 화학/석유/소재 등 전 사업부문의 제품믹스 고도화를 공격적으로 추진하고 있다. 2016년 1.1GWh의 배터리 생산능력은 수주 확대를 고려해, 2020년 최대 20GWh까지 확대할 계획이며, 시장점유율 확대 및 원가 개선을 위하여 분리막 생산능력은 2020년 5억m<sup>2</sup>까지 확대할 계획으로 보인다. 당사에 대해 투자자의견 Buy, 목표주가 260,000원 유지한다.

## 싱가폴 크래킹 마진 추이



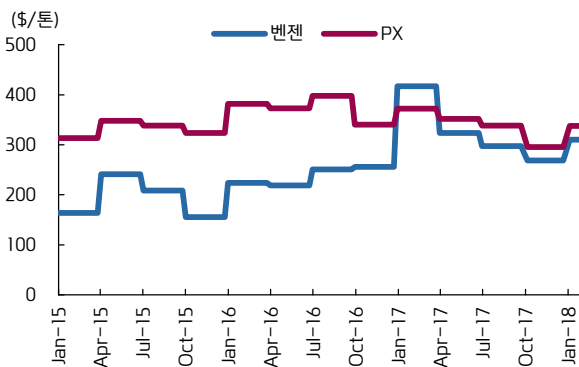
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 주요 올레핀 제품 스프레드 추이



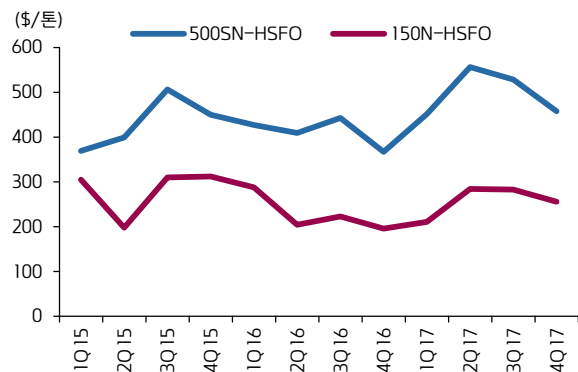
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 주요 아로마틱 제품 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 주요 윤활기유 제품 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

## SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2014	2015	2016	2017P	2018E
매출액	11,387	10,561	11,759	13,120	13,275	13,121	13,118	12,774	65,861	48,356	39,521	46,827	52,287
석유	8,064	7,388	8,429	9,457	9,960	9,818	9,797	9,626	49,056	35,300	28,370	33,337	39,202
화학	2,333	2,164	2,292	2,550	2,213	2,180	2,176	2,034	12,639	9,288	7,687	9,339	8,604
윤활유	729	757	750	812	863	851	849	835	2,988	2,622	2,536	3,047	3,398
석유개발/기타	262	252	289	301	238	271	295	279	1,204	1,150	928	1,103	1,084
영업이익	1,004	421	964	845	760	1,103	693	775	-183	1,980	3,228	3,234	3,332
%OP	8.8	4.0	8.2	6.4	5.7	8.4	5.3	6.1	-0.3	4.1	8.2	6.9	6.4
석유	454	13	526	509	314	660	280	370	-992	1,299	1,939	1,502	1,623
화학	455	334	326	263	330	329	329	324	359	431	919	1,377	1,313
윤활유	95	120	144	146	133	131	101	99	290	295	469	505	465
석유개발/기타	1	-45	-33	-73	-17	-17	-17	-18	119	-45	-98	-150	-69

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	483,563	395,205	468,265	522,875	508,713
매출원가	441,968	345,617	418,038	472,298	457,070
매출총이익	41,595	49,588	50,227	50,577	51,643
판매비및일반관리비	21,799	17,305	17,884	17,255	16,788
영업이익(보고)	19,796	32,283	32,343	33,322	34,856
영업이익(핵심)	19,796	32,283	32,343	33,322	34,856
영업외손익	-3,254	-8,050	3	-252	-698
이자수익	565	855	878	1,229	1,257
배당금수익	91	92	181	223	228
외환이익	12,477	13,066	15,659	13,351	13,032
이자비용	2,676	2,530	2,196	2,636	2,878
외환손실	14,267	13,446	15,975	14,243	14,038
관계기업지분법손익	2,570	-1,240	2,703	2,786	2,773
투자및기타자산처분손익	-11	-170	-111	-109	-110
금융상품평가및기타금융이익	523	-943	-176	-852	-961
기타	-2,527	-3,734	-958	0	0
법인세차감전이익	16,541	24,234	32,347	33,070	34,158
법인세비용	6,566	7,019	10,090	7,275	7,515
유효법인세율 (%)	39.7%	29.0%	31.2%	22.0%	22.0%
당기순이익	8,677	17,214	22,140	25,795	26,643
지배주주지분순이익(억원)	8,149	16,713	21,726	25,704	26,550
EBITDA	29,311	41,427	40,948	42,529	44,524
현금순이익(Cash Earnings)	18,192	26,358	30,744	35,002	36,312
수정당기순이익	8,368	18,004	22,427	26,756	27,715
증감율(% YoY)					
매출액	-26.6	-18.3	18.5	11.7	-2.7
영업이익(보고)	N/A	63.1	0.2	3.0	4.6
영업이익(핵심)	N/A	63.1	0.2	3.0	4.6
EBITDA	386.8	41.3	-1.2	3.9	4.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	105.1	30.0	18.3	3.3
EPS	N/A	105.1	30.0	18.3	3.3
수정순이익	N/A	115.2	24.6	19.3	3.6

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	128,422	149,877	172,609	196,998	209,616
현금및현금성자산	30,197	26,442	26,355	33,688	50,729
유동금융자산	18,325	31,115	36,867	41,166	40,051
매출채권및유동채권	44,017	47,595	56,393	62,970	61,264
재고자산	35,598	44,453	52,670	58,813	57,220
기타유동비금융자산	286	273	323	361	351
비유동자산	185,177	175,936	189,996	201,718	212,733
장기매출채권및기타비유동채권	217	248	293	328	319
투자자산	26,784	25,673	28,891	32,100	34,956
유형자산	139,142	136,035	148,488	158,249	167,470
무형자산	16,631	12,723	11,666	10,697	9,808
기타비유동자산	2,404	1,258	658	344	180
자산총계	313,598	325,813	362,606	398,716	422,349
유동부채	74,940	87,365	100,374	110,097	107,575
매입채무및기타유동채무	50,808	65,288	77,358	86,380	84,040
단기차입금	3,893	219	219	219	219
유동성장기차입금	16,554	16,781	16,781	16,781	16,781
기타유동부채	3,684	5,077	6,016	6,717	6,535
비유동부채	68,195	55,397	64,498	72,547	79,514
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	61,301	48,697	56,697	63,897	71,097
기타비유동부채	6,894	6,700	7,801	8,649	8,416
부채총계	143,135	142,763	164,872	182,643	187,089
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	121,468	140,167	159,660
기타자본	2,883	2,805	2,805	2,805	2,805
지배주주지분자본총계	158,897	171,032	185,791	204,490	223,984
비지배주주지분자본총계	11,566	12,019	11,943	11,583	11,276
자본총계	170,463	183,050	197,734	216,073	235,260
순차입금	33,227	8,140	10,475	6,043	-2,683
총차입금	81,748	65,697	73,697	80,897	88,097

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	40,857	36,778	24,251	29,372	34,222
당기순이익	8,677	17,214	22,140	25,795	26,643
감가상각비	8,032	7,991	7,547	8,238	8,780
무형자산상각비	1,483	1,153	1,057	969	889
외환손익	445	293	317	892	1,006
자산처분손익	518	287	111	109	110
지분법손익	-490	-854	-2,703	-2,786	-2,773
영업활동자산부채 증감	15,605	2,680	-4,104	-3,068	796
기타	6,588	8,014	-113	-777	-1,228
투자활동현금흐름	-13,454	-20,561	-25,983	-22,632	-16,692
투자자산의 처분	-7,636	-14,337	-6,467	-4,832	1,259
유형자산의 처분	1,002	404	0	0	0
유형자산의 취득	-4,488	-6,070	-20,000	-18,000	-18,000
무형자산의 처분	-2,444	-545	0	0	0
기타	112	-13	484	201	50
재무활동현금흐름	-27,683	-20,186	1,644	593	-489
단기차입금의 증가	-26,294	-3,677	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,389	-12,009	8,000	7,200	7,200
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-4,513	-7,456	-7,456	-7,456
기타	0	12	1,101	849	-233
현금및현금성자산의순증가	811	-3,755	-87	7,333	17,041
기초현금및현금성자산	29,386	30,197	26,442	26,355	33,688
기말현금및현금성자산	30,197	26,442	26,355	33,688	50,729
Gross Cash Flow	25,253	34,097	28,356	32,440	33,426
Op Free Cash Flow	30,127	28,141	16,843	21,461	27,320

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	8,696	17,834	23,184	27,429	28,331
BPS	169,556	182,504	198,254	218,206	239,008
주당EBITDA	31,277	44,206	43,694	45,382	47,511
CFPS	19,412	28,126	32,806	37,350	38,747
DPS	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	14.9	8.2	8.8	7.5	7.2
PBR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.5	3.6	5.0	4.6	4.2
PCFR	6.7	5.2	6.2	5.5	5.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	8.2	6.9	6.4	6.9
영업이익률(핵심)	4.1	8.2	6.9	6.4	6.9
EBITDA margin	6.1	10.5	8.7	8.1	8.8
순이익률	1.8	4.4	4.7	4.9	5.2
자기자본이익률(ROE)	5.2	9.7	11.6	12.5	11.8
투자자본이익률(ROIC)	6.0	13.0	18.1	17.3	17.2
안정성(%)					
부채비율	84.0	78.0	83.4	84.5	79.5
순차입금비용	19.5	4.4	5.3	2.8	-1.1
이자보상배율(배)	7.4	12.8	14.7	12.6	12.1
활동성(배)					
매출채권회전율	9.0	8.6	9.0	8.8	8.2
재고자산회전율	11.0	9.9	9.6	9.4	8.8
매입채무회전율	8.2	6.8	6.6	6.4	6.0

## Compliance Notice

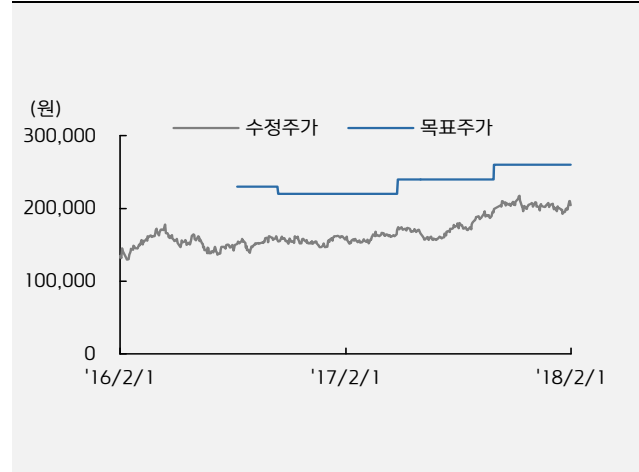
- 당사는 1월 31일 현재 'SK이노베이션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	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	-22.3	-19.2
	2017/10/16	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-21.1	-16.3
	2017/12/01	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-21.7	-16.3
	2018/02/01	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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%