



BUY(Maintain)

목표주가: 280,000원

주가(3/29): 210,000원

시가총액: 195,907억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/29)	2,436.37pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	217,500원
등락률	-3.45%
수익률	절대
1W	2.2%
6M	5.5%
1Y	28.8%
	상대
	1.8%
	3.7%
	14.6%

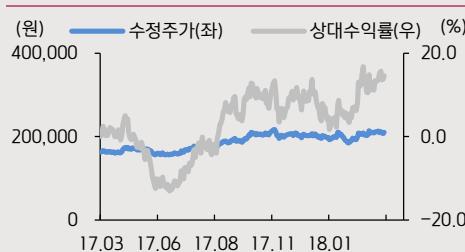
Company Data

발행주식수	93,714천주
일평균 거래량(3M)	233천주
외국인 지분율	41.69%
배당수익률(18E)	3.81%
BPS(18E)	216,182원
주요 주주	SK 외 2인
	33.42%
	국민연금관리공단
	10.00%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	395,205	462,609	517,933	514,316
보고영업이익	32,283	32,344	35,032	38,654
핵심영업이익	32,283	32,344	35,032	38,654
EBITDA	41,427	41,344	43,517	47,643
세전이익	24,234	32,348	36,975	40,474
순이익	17,214	21,451	28,841	31,570
자배주주지분순이익	16,713	21,038	28,719	31,437
EPS(원)	17,834	22,449	30,645	33,545
증감률(%YoY)	105.1	25.9	36.5	9.5
PER(배)	8.2	9.1	6.9	6.3
PBR(배)	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	3.6	5.0	4.7	4.0
보고영업이익률(%)	8.2	7.0	6.8	7.5
핵심영업이익률(%)	8.2	7.0	6.8	7.5
ROE(%)	9.7	11.4	14.2	13.9
순부채비율(%)	4.4	6.4	3.1	-2.3

Price Trend



기업브리프

SK이노베이션 (096770)

탐방 코멘트: 정제마진, 중장기 호황의 서막



2분기 정제마진의 추가적인 개선을 고려해야 할 시기입니다. 4월 OSP 인하, 라마단 전 중동/동남아 재고 축적, 북미 드라이빙 시즌 도래 및 올해 4~5월 세계 정제설비 생산능력의 7.5~8.5%가 정기보수에 들어가기 때문입니다. 또한 중장기적으로 IMO의 선박유 규제로 인하여 동사와 같은 복합 정제설비의 경우 2020년 이후 급격한 정제마진 개선이 예상됩니다.

>>> 4~5월, 세계 정제설비의 7.5~8.5%가 정기보수 돌입

올해 1분기 견조한 수준을 유지하는 정제마진은 2분기에 추가적인 개선이 전망된다. 4월 OSP 인하, 라마단(5월 15일~6월 14일) 전 중동/동남아 재고 축적 발생, 북미 드라이빙 시즌이 시작(5월 28일, 메모리얼 데이) 되기 때문이다. 또한 올해 4~5월에는 총 650만~760만B/D의 정제설비가 정기보수에 들어갈 전망이다. 이는 세계 생산능력의 7.5~8.5% 수준으로 올해 2분기 정유 수급타이트를 더욱 촉발시킬 전망이다.

한편 중장기적으로 수요 개선 대비 공급 증가의 제한으로 정유 수급은 타이트한 흐름을 지속할 전망이다. 특히 2014년 400만톤을 상회하던 역내 잉여 정제설비 생산능력은 증설 감소로 올해는 100만톤을 하회할 전망이다. 또한 IMO 선박유 규제 등으로 인한 HSFO 수요 급감으로 동사와 같은 복합 정제업체는 단순 정제업체(Hydroskimming refinery) 대비 2020년 이후 급격한 정제마진 개선이 전망된다. 참고로 동사는 VRDS(탈황설비) 신설을 통하여 2020년 이후 연간 2,500억원 이상의 EBITDA 창출이 가능할 전망이다.

>>> 올해/내년, PX 수급 타이트 심화 전망

사우디 Petro Rabigh(Phase II)의 PX 플랜트가 최근 온스팩 가동에 들어간 것으로 보인다. 동 플랜트의 생산능력은 135만톤으로 단일 플랜트로는 큰 규모에 해당한다. 또한 올해 하반기에도 상업 가동이 지연되었던 베트남 Nghi Son의 80만톤 상업 가동으로 공급 증가에 대한 우려가 존재한다. 하지만 올해 PX 스프레드는 추가적으로 개선될 전망이다. 공급 증가 보다 수요 증가폭이 더욱 크기 때문이다. 참고로 중국 Tongkun #2(250만톤), 인도 JBF(120만톤)의 TPA 신증설 확대로 올해 역내 TPA 생산능력 증가분은 450만톤으로 작년 대비 275% 증가할 전망이다.

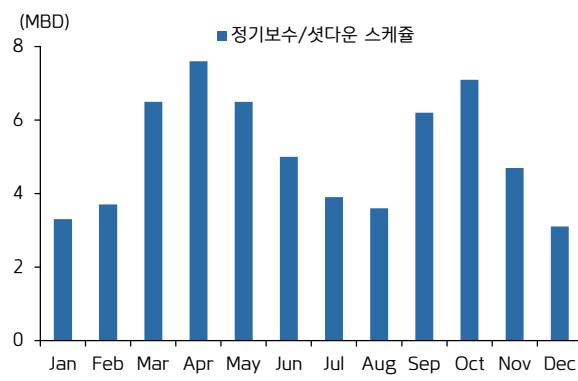
또한 중국의 폐플라스틱 규제에 따른 Virgin PET 수요 증가로 중국의 유류 TPA 설비들이 재가동되고 있다는 점을 고려할 경우, 올해와 내년 PX 수급은 더욱 타이트해질 가능성이 있다.

>>> 글로벌 포장 소재 전문 기업 도약

화학부문의 차세대 성장 동력(자동차 소재/고부가 포장 소재)을 확보하기 위하여 작년 9월과 12월에 인수 완료한 EAA/PVDC 사업이 올해 본격적으로 동사 실적에 반영될 전망이다. 올해 매출액 5,000억원, 영업이익 400억원 수준이 추가될 것으로 보인다.

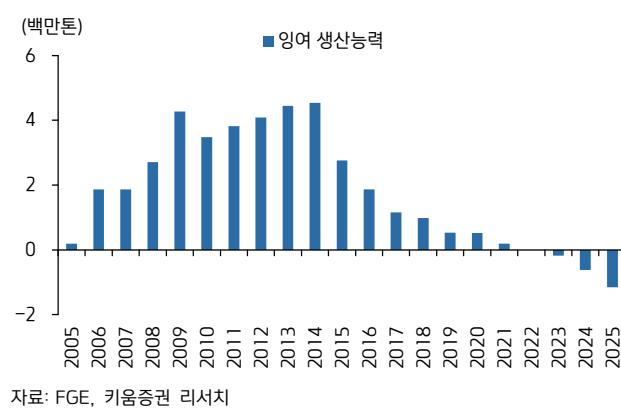
EAA는 패키징 소재에서 핵심분야이지만, 기술적 장벽으로 메이저 업체들만 참여하고 있는 클럽 비즈니스 성격을 보유하고 있다. 또한 동사는 고산도 (High-Acid) 제품 생산 기술을 보유하여, 세계 시장에서 유일한 고산도 EAA 제품을 생산 가능하다. 한편 동사는 Dow의 PVDC를 작년 12월 추가 인수하여, 기존 폴리에틸렌/넥슬렌/EAA에 이어 PVDC까지 다층 포장재 필름의 기본 핵심 소재들을 모두 확보하게 되었다.

올해 세계 정제설비 정기보수 스케줄 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

아시아 잉여 정제설비 생산능력 추이



자료: FGE, 키움증권 리서치

SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	11,387	10,561	11,759	12,554	13,973	13,037	12,484	12,300	65,861	48,356	39,521	46,261	51,793
석유	8,064	7,388	8,429	9,457	10,314	9,594	9,165	9,117	49,056	35,300	28,370	33,337	38,191
화학	2,333	2,164	2,292	2,550	2,457	2,284	2,183	2,064	12,639	9,288	7,687	9,339	8,988
운활유	729	757	750	812	952	885	846	842	2,988	2,622	2,536	3,047	3,525
석유개발/기타	262	252	289	301	249	273	290	277	1,204	1,150	928	1,103	1,089
영업이익	1,004	421	964	845	855	1,026	664	958	-183	1,980	3,228	3,234	3,503
%OP	8.8	4.0	8.2	6.7	6.1	7.9	5.3	7.8	-0.3	4.1	8.2	7.0	6.8
석유	454	13	526	509	377	550	248	501	-992	1,299	1,939	1,502	1,676
화학	455	334	326	263	347	359	337	379	359	431	919	1,377	1,422
운활유	95	120	144	146	144	134	98	97	290	295	469	505	473
석유개발/기타	1	-45	-33	-73	-13	-17	-19	-19	119	-45	-98	-150	-67

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	483,563	395,205	462,609	517,933	514,316
매출원가	441,968	345,617	409,052	465,809	458,690
매출총이익	41,595	49,588	53,557	52,124	55,626
판매비및일반관리비	21,799	17,305	21,213	17,092	16,972
영업이익(보고)	19,796	32,283	32,344	35,032	38,654
영업이익(핵심)	19,796	32,283	32,344	35,032	38,654
영업외손익	-3,254	-8,050	4	1,944	1,821
이자수익	565	855	760	728	754
배당금수익	91	92	86	117	122
외환이익	12,477	13,066	12,113	8,241	7,480
이자비용	2,676	2,530	2,063	2,114	2,362
외환손실	14,267	13,446	11,108	7,227	6,416
관계기업지분법손익	2,570	-1,240	3,113	3,377	3,415
투자및기타자산처분손익	-11	-170	-171	-194	-203
금융상품평가및기타금융이익	523	-943	-1,488	-465	-455
기타	-2,527	-3,734	-1,239	-518	-514
법인세차감전이익	16,541	24,234	32,348	36,975	40,474
법인세비용	6,566	7,019	10,791	8,135	8,904
유효법인세율 (%)	39.7%	29.0%	33.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	8,677	17,214	21,451	28,841	31,570
지배주주지분순이익(억원)	8,149	16,713	21,038	28,719	31,437
EBITDA	29,311	41,427	41,344	43,517	47,643
현금순이익(Cash Earnings)	18,192	26,358	30,452	37,326	40,560
수정당기순이익	8,368	18,004	22,556	29,500	32,229
증감율(% YoY)					
매출액	-26.6	-18.3	17.1	12.0	-0.7
영업이익(보고)	N/A	63.1	0.2	8.3	10.3
영업이익(핵심)	N/A	63.1	0.2	8.3	10.3
EBITDA	386.8	41.3	-0.2	5.3	9.5
지배주주지분 당기순이익	N/A	105.1	25.9	36.5	9.5
EPS	N/A	105.1	25.9	36.5	9.5
수정순이익	N/A	115.2	25.3	30.8	9.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	128,422	149,877	162,192	189,272	207,594
현금및현금성자산	30,197	26,442	20,037	30,117	49,551
유동금융자산	18,325	31,115	23,394	26,191	26,008
매출채권및유동채권	44,017	47,595	58,802	65,834	65,374
재고자산	35,598	44,453	59,786	66,936	66,469
기타유동비금융자산	286	273	173	194	192
비유동자산	185,177	175,936	180,244	192,995	205,338
장기매출채권및기타비유동채권	217	248	285	319	317
투자자산	26,784	25,673	28,203	31,718	35,221
유형자산	139,142	136,035	135,872	146,397	156,343
무형자산	16,631	12,723	15,208	14,199	13,263
기타비유동자산	2,404	1,258	675	363	195
자산총계	313,598	325,813	342,436	382,267	412,932
유동부채	74,940	87,365	99,548	109,641	108,981
매입채무및기타유동채무	50,808	65,288	78,110	87,451	86,840
단기차입금	3,893	219	2,429	2,429	2,429
유동성장기차입금	16,554	16,781	12,724	12,724	12,724
기타유동부채	3,684	5,077	6,285	7,037	6,988
비유동부채	68,195	55,397	49,795	58,148	65,359
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	61,301	48,697	40,626	47,826	55,026
기타비유동부채	6,894	6,700	9,168	10,322	10,333
부채총계	143,135	142,763	149,343	167,789	174,340
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	120,417	142,152	166,546
기타자본	2,883	2,805	-1,077	-1,077	-1,077
지배주주지분자본총계	158,897	171,032	180,858	202,593	226,987
비지배주주지분자본총계	11,566	12,019	12,236	11,885	11,605
자본총계	170,463	183,050	193,093	214,478	238,592
순차입금	33,227	8,140	12,348	6,671	-5,380
총차입금	81,748	65,697	55,779	62,979	70,179

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	40,857	36,778	21,802	30,327	37,501
당기순이익	8,677	17,214	21,451	28,841	31,570
감가상각비	8,032	7,991	7,910	7,475	8,054
무형자산상각비	1,483	1,153	1,090	1,010	935
외환손익	445	293	-755	-1,014	-1,064
자산처분손익	518	287	392	194	203
지분법손익	-490	-854	-1,706	-3,377	-3,415
영업활동자산부채 증감	15,605	2,680	-12,142	-4,144	271
기타	6,588	8,014	5,562	1,341	947
투자활동현금흐름	-13,454	-20,561	-10,661	-21,145	-17,822
투자자산의 처분	-7,636	-14,337	6,374	-3,263	213
유형자산의 처분	1,002	404	745	0	0
유형자산의 취득	-4,488	-6,070	-9,384	-18,000	-18,000
무형자산의 처분	-2,444	-545	-697	0	0
기타	112	-13	-7,700	119	-35
재무활동현금흐름	-27,683	-20,186	-16,707	898	-245
단기차입금의 증가	-26,294	-3,677	2,234	0	0
장기차입금의 증가	-1,389	-12,009	-11,341	7,200	7,200
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-4,513	-7,566	-7,456	-7,456
기타	0	12	-35	1,154	11
현금및현금성자산의순증가	811	-3,755	-6,405	10,080	19,434
기초현금및현금성자산	29,386	30,197	26,442	20,037	30,117
기말현금및현금성자산	30,197	26,442	20,037	30,117	49,551
Gross Cash Flow	25,253	34,097	33,944	34,471	37,230
Op Free Cash Flow	30,127	28,141	8,331	21,373	29,914

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	8,696	17,834	22,449	30,645	33,545
BPS	169,556	182,504	192,989	216,182	242,212
주당EBITDA	31,277	44,206	44,118	46,436	50,839
CFPS	19,412	28,126	32,494	39,829	43,280
DPS	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	14.9	8.2	9.1	6.9	6.3
PBR	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.5	3.6	5.0	4.7	4.0
PCFR	6.7	5.2	6.3	5.3	4.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	8.2	7.0	6.8	7.5
영업이익률(핵심)	4.1	8.2	7.0	6.8	7.5
EBITDA margin	6.1	10.5	8.9	8.4	9.3
순이익률	1.8	4.4	4.6	5.6	6.1
자기자본이익률(ROE)	5.2	9.7	11.4	14.2	13.9
투하자본이익률(ROIC)	6.0	13.0	12.1	18.3	19.1
안정성(%)					
부채비율	84.0	78.0	77.3	78.2	73.1
순차입금비율	19.5	4.4	6.4	3.1	-2.3
이자보상배율(배)	7.4	12.8	15.7	16.6	16.4
활동성(배)					
매출채권회전율	9.0	8.6	8.7	8.3	7.8
재고자산회전율	11.0	9.9	8.9	8.2	7.7
매입채무회전율	8.2	6.8	6.5	6.3	5.9

Compliance Notice

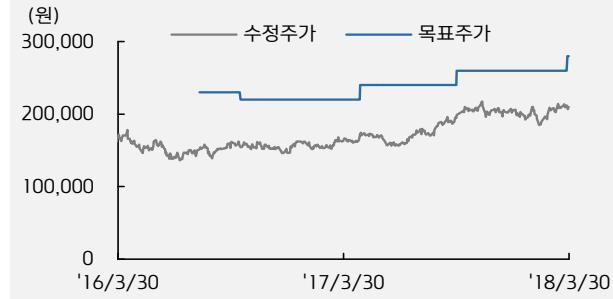
- 당사는 3월 29일 현재 'SK이노베이션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 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	-22.0	-16.3
	2018/03/27	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-25.4	-25.0
	2018/03/30	Buy(Maintain)	280,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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%