

화학/정유 Overweight(Maintain)

SK 화학, 중국을 품다

SK이노베이션, SKC 등 SK 화학 관련 업체들은 '차이나 인사이더'를 통한 제2의 SK를 건설하기 위하여 중국 진출을 확대하고 있다. SK이노베이션은 수익성이 높은 중국 합작사(중한석화)의 크래커 리밸류링을 진행 중에 있으며, SKC는 2022년까지 15개 이상의 생산/판매 Post를 건설하여, 향후 중국에 2nd Specialty Complex를 구축할 계획이다.

SK 이노베이션

SKC



키움증권

Contents



I. SK이노베이션, 중한석화 탐방 3

- > SK이노베이션, 중한석화 3
- > 2020년 중국 내 2~3위권 NCC 업체로 등극 7
- > 질의 응답 10

II. SKC, 중국 공장 탐방 11

- > SKC 관련 중국 생산 법인 탐방 11
- > SK바이오랜드, 해문 법인 12
- > SKC, 장수 법인 14
- > SKC HT&M, 소주 법인 18

기업분석 20

- > SKC(011790) 21
- > SK이노베이션(096770) 33

Compliance Notice

- 당사는 10월 12일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자 분석사 이동욱은 기업설명회에 SK이노베이션, SKC의 일부 비유으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.

SK 화학, 중국을 품다

>>> SK이노베이션, 중한석화 탐방

키움증권 리서치센터는 10월 초 SK이노베이션의 중국 합작 NCC인 중한석화를 방문하였다.

중한석화는 SK이노베이션과 시노펙의 합작 업체로 에틸렌 80만톤 크래커를 중심으로 부타디엔, 아로마틱, PE, PP, MEG 플랜트 등을 보유하고 있다. 중한석화는 2014년 가동 첫 해 흑자를 시작으로, 작년 영업이익 6,077억 원을 기록하며, 영업이익률 20%를 상회하였다. 이에 부채비율도 2014년 235.5%에서 올해 상반기 19.1%로 급격히 감소하였다. 한편 중한석화는 LPG 투입 설비 보유, 시노펙으로부터 파이프라인을 통한 원재료 구매, 수요 성장률인 높은 중국 중부지역에 위치하여 중국 동부 연안 크래커 대비 사업 경쟁력이 뛰어난 것으로 평가된다.

중한석화는 우수한 재무구조/수익성을 바탕으로 자체자금을 투입해, 현재 80만톤 규모의 NCC를 110만톤으로 확장할 계획이다. 이에 2020년에는 SECCO에 이어 중국 내 2~3위권 NCC 업체로 등극할 전망이다. 또한 이번 증설은 리밸런싱 방식으로 신규 투자 대비 약 60% 수준에 불과한 자금 투입으로 증설이 가능할 전망이다.

>>> SKC 및 관련 자회사, 중국 공장 탐방

키움증권 리서치센터는 9월 초 SKC의 중국 법인들(SK 바이오랜드 해문 법인, SKC HT&M 소주 법인, SKC 장수 법인)을 방문하였다.

SKC 및 관련 자회사들의 중국사업 총 투자액은 약 1,600억원 규모이며, 작년 실적은 매출액 약 2,500억원, 영업이익 약 250억원을 기록하였다. SKC는 2022년까지 15개 이상의 생산/판매 Post를 확보하고, 전자재료, Mobility, 친환경, BHC 영역에 집중하여 중국에서 1조원 이상의 매출액을 달성할 계획이다. 향후 중국 내 SKC의 2nd Specialty Complex 실현을 목표로 하고 있다.

또한 현재 SKC는 장수 법인 유희 부지에 PU Specialty, Wet Chemical 공장을 건설 중에 있으며, 향후 PO/POD 확장 프로젝트, SKC솔믹스 JV 투자, PVB 필름 사업, SKC HT&M 증설 등을 추가 진행할 계획이다.

I. SK이노베이션, 중한석화 탐방

>>> SK이노베이션, 중한석화

중한석화, 중국 중부지역 최초의 대규모 크래커

키움증권 리서치센터는 10월 10~12일 SK이노베이션의 중국 NCC인 중한석화를 방문하였다.

SK이노베이션은 중국 시노펙과 합작으로 건설한 우한 소재 나프타 크래커(중한석화)를 2014년 초에 가동하였다. 중한석화는 중국 중부지역 최초의 대규모 크래커로 환경/안전 관련 비용 등을 포함해 건설에 총 3.3조원이 투자되었다.

중한석화는 SK이노베이션의 100% 자회사인 SK종합화학이 2013년 봄 중국 국가발전개혁위원회의 비준을 취득해 시노펙 100% 투자에서 시노펙 65%, SK종합화학 35% 합작으로 전환된 프로젝트이다. 시노펙은 2007년 말 우한 프로젝트를 착공하였고, 세계 금융위기에 따른 석유화학 수요 침체로 연기한 이후 2012년 말 완공해 2014년 초에 가동을 개시하였다.

SK이노베이션은 우한 프로젝트와 관련 2006년 봄 시노펙과 합작 추진에 합의한 후 2013년 국가발전개혁위원회의 승인을 얻어, 원료를 보유한 중등 기업을 제외하고는 아시아 기업 최초로 중국 에틸렌 사업에 참여하게 되었다. 중국은 2000년부터 합작 형태로 외국 업체의 진출을 허용했지만, SABIC, ExxonMobil, BP 등 일부 글로벌 업체에게만 에틸렌 합작 사업을 허가했었다.

중한석화는 에틸렌 80만톤 크래커를 중심으로 분해가솔린 수소첨가설비 55만톤, 부타디엔 13만톤, 아로마틱 30만톤, PP 40만톤, HDPE 30만톤, LLDPE 30만톤, EO 21만톤, EG 28만톤, MTBE 8만톤, 부텐-1 3만톤 플랜트로 구성되어 있다.

중국 정부의 기간 산업 설비 국산화 확대 움직임으로 우한 프로젝트는 중국산 분해가솔린 압축기, 프로필렌 냉동압축기, 에틸렌 압축기를 채용해 크래커의 중국산 설비 비율이 90%를 상회하는 것으로 알려졌다. 원료인 나프타는 주로 Wuhan Petroleum과 Jingmen Refinery가 후베이에 가동하고 있는 시노펙의 정유설비에서 파이프라인을 통하여 공급 받고 있다. 시노펙은 중한석화에 원료 공급을 위하여 500만톤 규모의 우한 정제설비 생산능력을 800만톤으로 증설하였다.

중한석화의 공장은 중국 내륙에 위치하고 있지만, 공장 옆에 장강(양쯔강)이 흘러 중국 곳곳에 배를 통해 물류 이송을 할 수 있다. 장강은 중한석화의 가장 경제적인 해상 물류의 통로이면서, 시간 당 최대 3,000톤의 용수 공급처이기도 하다. 참고로 장강은 수심이 깊어 5,000톤 급 이상의 선박 이동이 가능한 것으로 보인다. 또한 공장 내부로 철도가 연결되는 점도 중한석화의 사업 경쟁력으로 작용하고 있다.

한편 SK종합화학은 2005년부터 상해에서 시노펙과 5:5로 용제 합작 법인을 운영하고 있으며, 2015년부터는 Ningbo 화공과 제휴해 5만톤 규모의 EPDM(특수 합성고무) 플랜트를 가동하고 있다.

중한석화 공장 전경(1)



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

중한석화 위치



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

중한석화 프로젝트 추진 내용

시기	내용
2005 년	시노펙, 중국 정부에 우한 프로젝트 비준 신청
2006 년 4 월	SK-시노펙 간 합작 검토의사 교환
2007 년 12 월	우한 에틸렌 NCC 착공
2011 년 5 월	SK 종합화학, 중국 정부에 합작법인 참여 신청
2011 년 12 월	시노펙과 전략적 협력을 위한 MOU 체결
2013 년 2 월	중국 국가발전개혁위원회 승인
2013 년 5 월	중국 국무원 승인
2013 년 6 월	합작법인 설립 계약
2013 년 9 월	중국 상무부 비준
2013 년 10 월	중국 공상국 등록 및 합작법인 설립 완료
2014 년 1 월	우한 NCC 상업 생산
2017 년 10 월	우한 NCC 및 다운스트림 플랜트 증설 추진

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 주요 중국사업 현황(화학)

구분	개요	생산제품	합작사 및 비율
중한석화 (중한석유화학 유한공사)	<ul style="list-style-type: none"> SK 종합화학이 시노펙과 손잡고 후베이성 우한시에 건설한 NCC 로 2014 년 상업가동을 시작함. 한중 최대 규모의 석유화학 합작 프로젝트로, 총 투자비 3.3 조원 규모의 초대형 프로젝트임. 	<ul style="list-style-type: none"> 에틸렌 등 석유화학제품 	시노펙 35: 65
상해 용제 JV (상해고교-SK 용제 유한공사)	<ul style="list-style-type: none"> 2005 년 설립한 SK 최초의 중국 합작법인으로, 중국 내 최고 수준의 용제 생산업체로 자리매김. 	<ul style="list-style-type: none"> 탈방향족 용제(6 만톤) 방향족 용제(3 만톤) 	시노펙 50: 50
닝보 EPDM (닝보-SK 합성고무 유한공사)	<ul style="list-style-type: none"> 중국 국영기업인 닝보 화공과 제휴하여 절강성 닝보에 EPDM 공장 건설 	<ul style="list-style-type: none"> EPDM(5 만톤) 	닝보 화공 80: 20

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

중한석화 제품1



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

중한석화 제품2



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

중한석화 파이프라인



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

중한석화 철도 기지



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

중한석화 중앙통제실



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

중한석화 주요 제품 생산능력 현황



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

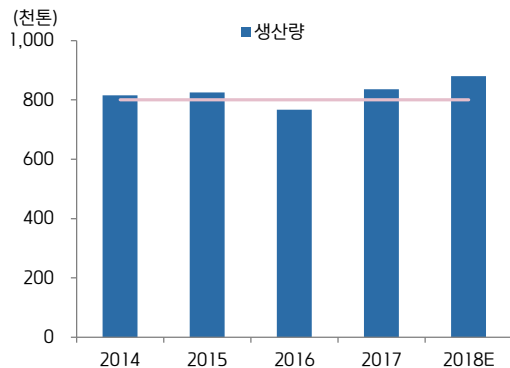
추가 경쟁력 확보

중한석화의 초기 공칭 에틸렌 생산능력은 80만톤이었지만, #9 분해로 설비의 추가 도입으로 작년 에틸렌 생산량은 83.6만톤으로 가동률 105%를 기록하였으며, 올해는 약 90만톤의 에틸렌을 생산할 전망이다. 특히 #9 분해로의 경우 나프타/LPG Swing 설비로, 기존 2개의 LPG 투입 설비를 포함하면, 중한석화는 LPG를 원료로 이론적으로는 약 35% 가량 투입할 수 있는 것으로 추정된다.

또한 중한석화는 SM 플랜트를 신설하고 있다. 규모는 2.7만톤으로 크지는 않지만, 기존 RPG 등의 부산물을 활용하여, SM을 생산할 계획이다. 현재 SM과 나프타의 가격을 고려할 경우 40~50%의 마진율을 확보할 수 있을 것으로 판단된다.

한편 중한석화의 열병합발전 공정에서는 석탄을 활용하여 유틸리티를 생산하고 있다. 신규 진입 경쟁사의 경우 정부 규제 강화로 현재는 석탄을 활용하지 못하는 점도 중한석화의 경쟁력으로 작용하고 있다. 참고로 중한석화는 Ball Type 석탄 창고와 순환 유동층 보일러를 도입한 것으로 보인다.

중한석화 에틸렌 생산량 추이



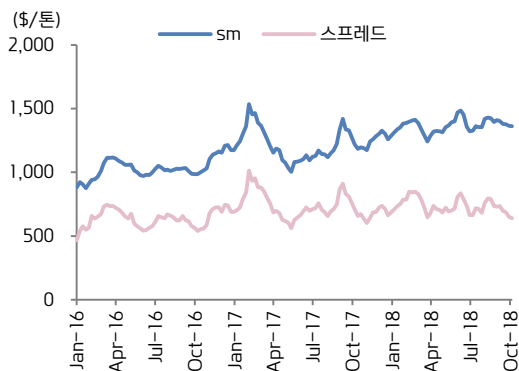
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

중한석화 #1~9 나프타 분해로 전경



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SM 가격 및 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

중한석화 석탄 창고



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

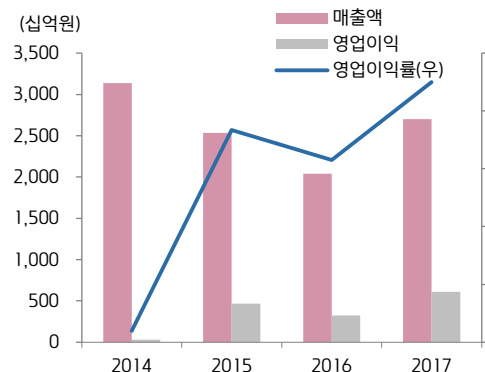
>>> 2020년 중국 내 2~3위권 NCC 업체 지위 등록

생산능력 약 40% 증가 전망

중한석화의 실적은 가동 직후 급격히 개선되었다. 중한석화는 2014년 가동 첫 해 흑자를 시작으로, 작년 영업이익은 6,077억원을 기록하며, 영업이익률 20%를 상회하였다. 이에 중한석화의 부채비율은 2014년 235.5%에서 올해 상반기에 19.1%로 급격히 감소하였다. 에틸렌 스프레드 강세에 따른 우호적 환경 요인이 가장 큰 요인이지만, 중한석화에서 생산된 제품의 대부분이 중국 내에서 소비되기 때문에 안정적인 수요처를 확보하고 있고, SK종합화학의 핵심인력 투입으로 운영비용, 수선효율, 에너지 원단위, 장치손실을 개선을 통하여 설비 조기 안정화를 도모한 결과로 판단된다.

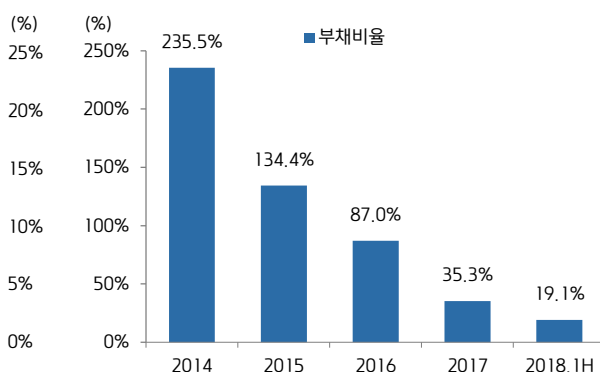
중한석화는 우수한 수익성 및 견조한 재무구조를 바탕으로 약 7,400억원을 투자하여, 크래커 및 유도체 생산능력을 확대할 계획이다. 증설 작업이 완료되면, 에틸렌 110만톤, PE 90만톤, PP 70만톤으로 증가하는 등 전체 화학제품 생산능력이 약 40% 정도 확대될 것으로 보인다. 증설 후 중한석화는 모회사인 SK종합화학의 에틸렌 생산능력을 상회할 뿐만 아니라, SECCO에 이어 중국 내 2~3위권 NCC 업체가 될 전망이다. 또한 부타디엔 생산능력의 경우 12만톤에서 18만톤으로 50% 증가한다. 특히 부타디엔 공장의 이원화로 전 공장 가동 안정성 증대도 예상된다.

중한석화 실적 추이



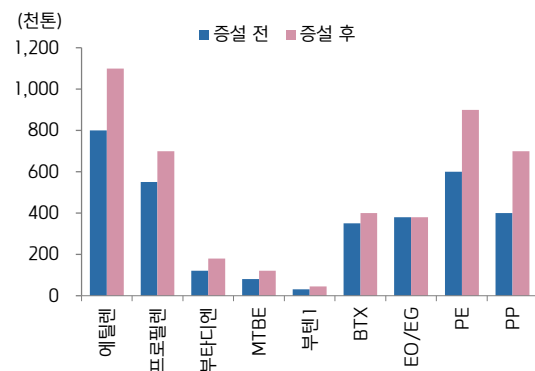
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

중한석화 부채비율 추이



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

중한석화 증설 전/후 생산능력 비교



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

2020년 중국 내 NCC 설비 생산능력 순위 (단위: 천톤)

구분	지역	회사	생산능력
1	상하이	SECCO	1,200
2	우한	중한석화	1,100
2	광저우	Fujian Ref&Chem	1,100
3	톈진	SINOPEC/SABIC JV	1,000
4	베이징	Yanshan PC	820

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

리밸류링으로 신규 투자 대비 60% 수준의 투자비 투입

중한석화의 증설은 이미 심의와 비준을 완료하였고, 올해 설계 작업을 진행 중에 있다. 내년 자재 구매와 본격적인 시공을 마치면 2020년 6월에는 증설 공장이 정상적으로 가동될 전망이다. 한편 증설에 투입되는 자금은 SK이노베이션과 시노펙의 직접 투자가 아닌, 중한석화 자체 자금이 투입될 것으로 보이며, 공정 개선 등을 통한 리밸류링 투자로 신규 투자 대비 약 60% 수준에 불과한 자금 투입으로 증설이 가능할 전망이다.

중한석화가 생산한 제품의 주요 공급 지역은 후베이성을 비롯한 후난성, 안후이성, 장시성, 허난성 등이다. 중한석화가 증설을 결정한 이유도 이 지역의 수요가 늘고 있으며, 동부 연안보다 물류 비용을 절감할 수 있고, 중서부 내륙 지역의 경제 성장 가능성이 높기 때문으로 보인다.

SK이노베이션은 중한석화의 성공적인 안착으로 앞으로 시노펙 등과 다양한 사업 모델을 발굴하고, 공동 추진할 기회가 많아질 것으로 전망된다. 참고로 중한석화는 후베이성 최대 석유화학 기업으로 성내 석유화학기업 중 세수 1위를 기록하고 있다. 한편 당 리서치센터의 중국 탐방 시 SK이노베이션과 시노펙은 합작사의 발전과 전략적 협력 강화에 대한 MOU를 체결한 것으로 보인다.

중한석화 전경(2)



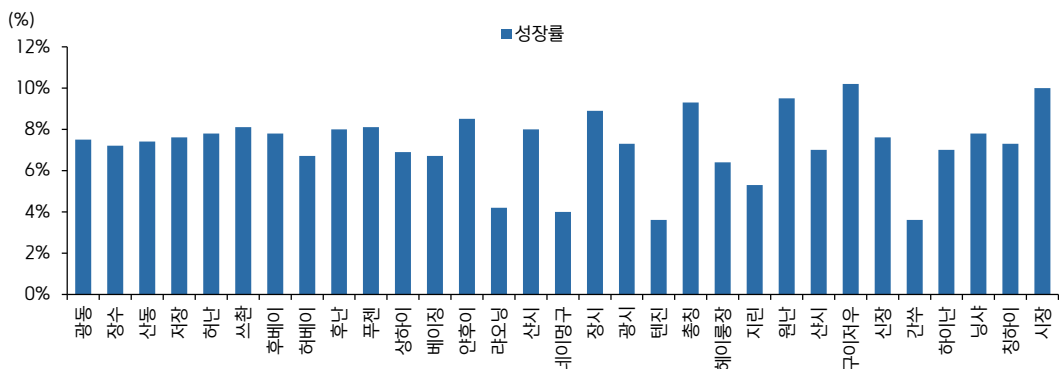
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션/시노펙 전략적 협력 MOU 체결



자료: 시노펙(2018-10-12), 키움증권 리서치

2017년 중국 31개 지역 GDP 및 성장률 현황



자료: KOTRA, 키움증권 리서치

LPG/나프타 스윙 투입 설비 보유

중한석화는 시노펙의 자체 크래커 경쟁력 평가에서 운영비용, 수선효율, 에너지 원단위, 장치손실을 등 4개 부문에서 1위 올라 종합 평가에서 2위를 차지했다. 특히 1인당 생산효율은 시노펙과 합작한 외자 NCC 중 1위를 차지하였다. 또한 향후 증설 투자로 규모의 경제가 확대됨과 동시에 추가적인 에너지 원단위 등의 개선도 예상된다.

중한석화의 크래커는 LPG 크래킹을 동시에 진행할 수 있는 스윙 설비로 원료 도입 다변화가 가능하다. 중한석화는 여름철 난방 수요 감소로 LPG 가격이 나프타 가격보다 떨어지면, LPG 투입 비중을 높이며 크래커 경쟁력을 확보하고 있다. 이 과정에서 현지 시노펙 자회사들과의 협력 관계를 통하여 나프타와 LPG를 적절한 시기에 경쟁력이 있는 가격(Formula Contract)으로 도입하고 있다. 한편 제품 생산 포트폴리오도 탄력적으로 운영하고 있는 것으로 보인다. 중한석화는 에틸렌을 주로 PE, EO/EG 등 유도체를 제조하는데 사용하고 있지만, 에틸렌 마진이 급격히 오를 때는 유도품 생산 비중을 줄이고, 에틸렌을 외부 판매하는 비중을 확대하는 판매 전략도 구사하고 있다.

중국 석유계 에틸렌 생산능력 현황

회사명	입지	생산능력(천톤)
중국석유난주석화분공사	감숙성 난주	700
중국석화북경연화분공사	북경 북경	710
원북경화학공업	북경 북경	160
중국석화상해석유화공고빈공사	상해 상해	1,200
중국석유요양석화분공사	요녕성 요양	200
중국석유길림석화분공사	길림성 길림	750
중국석유대경석화분공사	흑룡강성 대경	950
중국석화제노분공사	산둥성 제노	720
중국석화양자석유화공공사	강소성 남경	650
반금에틸렌공업공사	요녕성 반금	180
중국석유무순석화분공사	료녕성 무순	180
중국석화중원석유화공공사	하남성 복양	200
중국석화천진분공사	천진 천진	200
중국석화광주분공사	광둥성 광주	200
중국석유독산자석화분공사	위구르 독산자	220
중국석화무명분공사	광둥성 무명	1,000
양자석화·파사부유한공사	강소성 남경	750
상해새과석유화공유한공사	상해 상해	1,200
중해유·각비석유화공공사	광둥성 해주	1,000
북건연합석유화공유한공사	북건성 천주	960
요통화공공사	요녕성 반금	450
심양화학공업유한공사(람성)	요녕성 심양	500
중국석유독산자석화분공사	위구르 독산자	1,000
중국석화진해연화분공사	절강성 Ningbo	1,000
중사(천진)석유유한공사	천진 천진	1,000
중국석유대경석화분공사	흑룡강성 대경	600
중국석유무순석화분공사	요녕성 무순	800
중국석유사천석화공사	사천성 팡주	800
중국석화양자석유화공공사	강소성 남경	600
중국석화무한분공사	호북성 무한	800
합계		19,680

자료: 업계, 기름증권 리서치

세계 에틸렌 생산능력 현황(Top 20)

투자기업	본사	생산능력(천톤)	글로벌비중
DowDupont	미국	13,180	7.38%
SABIC	사우디	11,392	6.38%
Exxon Mobil	미국	9,494	5.32%
SINOPEC	중국	8,698	4.87%
IPIC(Abu Dhabi Gov't)	UAE	7,760	4.35%
LyondellBasell	미국	7,452	4.17%
Shell	네덜란드	6,556	3.67%
NPC	이란	6,501	3.64%
Ineos	영국	4,912	2.75%
Petrochina(CNPC)	중국	4,910	2.75%
Formosa Group	대만	4,126	2.31%
Reliance Industries	인도	3,580	2.01%
Total	프랑스	3,530	1.98%
롯데케미칼	한국	3,015	1.69%
Phillips 66	미국	3,943	1.65%
Chevron Corp.	미국	2,920	1.64%
BASF	독일	2,744	1.54%
PTT Group	태국	2,378	1.33%
LG 화학	한국	2,180	1.22%
Saudi Aramco	사우디	1,958	1.10%

자료: 업계, 기름증권 리서치

>>> 질의 응답

Q&A

Q1: 중한석화 건설에 들어간 실제 SK의 투자 금액은 어느 정도인지?

A1: 총 투자 금액의 1/3은 자본 투자가 되었고, 2/3은 부채를 조달하였다. 가동 직후 업황 개선으로 현재 부채 비율은 14~15%로 낮아진 상황이다. 리밸런싱도 유보 현금과 일부 차입을 활용할 계획이다.

Q2: 기존 나프타 크래커는 LPG 투입이 가능한지?

A2: 8개 분해로 중 2개는 LPG 투입이 가능했고, 추가로 건설한 9번 분해로도 LPG 투입이 가능하다.

Q3: 향후 시노펙과 화학부문 추가 합작 사업 등이 검토되고 있는지?

A3: 수시로 관련 합작 투자 등을 검토하고 있다. 참고로 시노펙에 따르면 10월 10일에 SK이노베이션과 시노펙이 합작사의 전략적 협력 강화를 위하여 MOU를 체결하였다.

Q4: 중한석화 크래커 및 다운스트림 증설 후 유휴 부지는 어느 정도 남아 있는지?

A5: 설비 증설 및 창고 건설로 기존 부지는 상당 부분 사용하게 될 전망이다. 하지만 인근에 추가적으로 활용할 수 있는 부지가 있다.

Q5: 장강과 연결된 부두가 존재하는지?

A5: 연결된 부두가 존재하고, 부두를 통하여 제품 등을 출하하고 있다.

Q6: 나프타 공급은 대부분 시노펙 정제설비에서 받는지?

A6: 가끔 수입을 하고 있으나, 계약 상으로 100% 시노펙에서 도입하고 있다. 시노펙과는 Formula를 통하여 경쟁력 있게 원재료를 공급 받고 있다.

Q7: 대규모 정기보수 주기는?

A7: 2016년에 정기보수를 진행하였고, 2020년 리밸런싱 작업과 동시에 정기보수를 진행할 계획이다.

Q8: 일반적인 나프타 크래커 대비 프로필렌 수율이 높은 것으로 보인다. 이유는?

A8: 40만톤은 중한석화의 크래커에서 부산되고, 나머지 15만톤은 시노펙 정제설비에서 공급 받는 물량이다.

Q8: 증설 후 부타디엔은 2개 라인으로 가동하는지? 또한 신설하는 SM 플랜트 생산능력은?

A8: 부타디엔 생산능력은 약 50% 증가하며, 부타디엔 공장의 이원화로 전 공장 가동 안정성이 증대될 전망이다. 또한 SM은 연산 2.7만톤 규모이다. 규모는 크지 않지만, 자체 부산물(RPG)를 활용하여 높은 마진율을 유지할 것으로 예상된다.

Q9: 실적 전망은?

A9: 최근 나프타 가격 상승으로 원가 부담은 존재한다. 다만 미국-중국의 무역 분쟁으로 오히려 수혜가 예상되며, MTO/CTO 경제성 악화, 중국 중부권 올레핀 수요 호조세 지속 및 내부적 강점(석탄 발전소 도입, 철송/육송/해송 이용) 등으로 연간 15%의 마진율은 유지할 수 있을 것으로 예상하고 있다.

II. SKC, 중국 공장 탐방

>>> 9월 5~8일, SKC 관련 중국 생산 법인 탐방

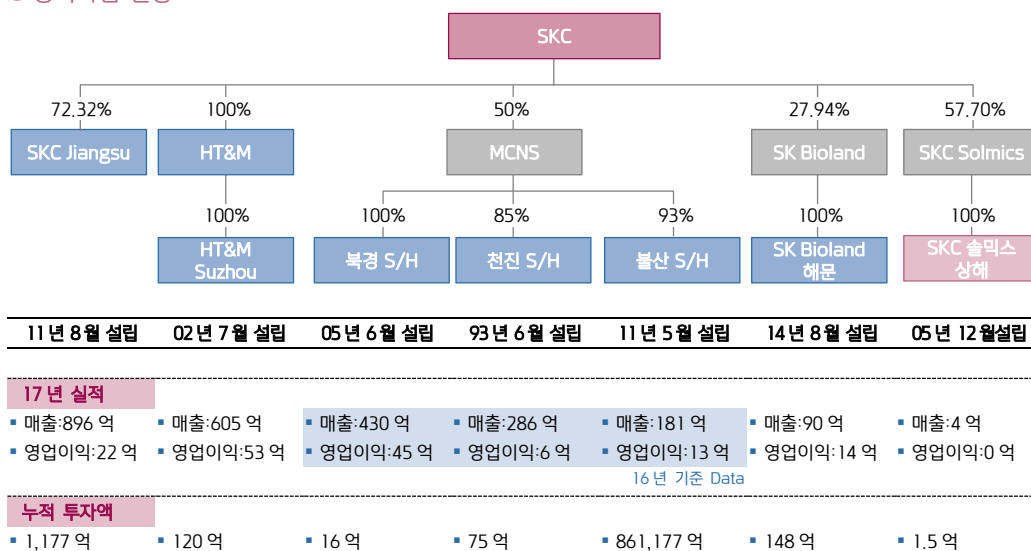
SKC 2nd Specialty Complex 방문

키움증권 리서치센터는 9월 5~8일 SKC의 중국 법인들(SK바이오랜드 해문 법인, SKC HT&M 소주 법인, SKC 장수 법인)을 방문하였다.

1) SK바이오랜드 해문 법인은 유허 부지를 활용하여 3세대 마스크팩 공장을 건설하였다. 이에 올해 상반기에 5천만장의 마스크팩 생산능력이 추가되었다. 2) SKC 장수 법인은 2014년 8월 공장 상업화 이후 PET 필름 시장 악화 등으로 급격한 실적 개선은 지연되고 있지만, 최근 포트폴리오 및 재무구조 개선 효과로 영업이익 흑자 기조를 구축하였고, 향후 고부가 라인 추가 및 SKC HT&M과의 협력을 통하여 세전이익 흑자 기반을 확보할 전망이다. 3) SKC HT&M 소주 법인은 현재 광학용 필름(확산판, 보호판, 반사판)을 제조/판매하고 있으며, 이후 추가 투자를 통하여 마진율이 높은 복합필름/Si 이형 필름 등의 증설을 검토하고 있는 것으로 보인다.

SKC 및 그 연결 자회사들의 중국사업 총 투자액은 약 1,600억원 규모이며, 작년 실적은 매출액 약 2,500억원, 영업이익 약 250억원을 기록하였다. SKC는 2022년까지 15개 이상의 생산 및 판매 Post를 확보하고, 전자재료, Mobility, 친환경, BHC 영역 집중을 통해 1조원 이상의 매출액을 달성하여, 중국에 SKC의 2nd Specialty Complex를 실현하고자 계획하고 있다. 현재 SKC는 난통 PU Specialty/Wet Chemical 공장을 건설 중에 있으며, 향후 PO/POD 확장 프로젝트, SKC솔믹스 JV 투자, PVB 필름 사업을 추가 진행할 계획이다.

SKC 중국사업 현황



자료: SKC, 키움증권 리서치

>>> SK바이오랜드, 해문 법인

SK바이오랜드, 해문 법인 현황

SK바이오랜드는 차별화된 소재 개발, 제품화 및 원재료 소싱을 위하여 2006년 중국 상해 연구소를 설립하였고, 2014년 중국 해문시에 연구소와 공장을 추가 건설하였다. 중국 해문 법인은 중국산 원료 개발을 총괄하고 있으며, SKC의 PG를 중국 독점 판매하여 자체 성장 발판을 마련하고 있다. 해문 공장은 3,500평의 1차 부지에서 화장품 원료 합성과 천연품 추출액 등을 생산하고 있으며, 최근 유희 부지 6,000평에 2공장(마스크팩)을 건설하였다.

SK바이오랜드 해문 법인 위치



자료: SK바이오랜드, 키움증권 리서치

SK바이오랜드 해문 법인 연구실 사진



자료: SK바이오랜드, 키움증권 리서치

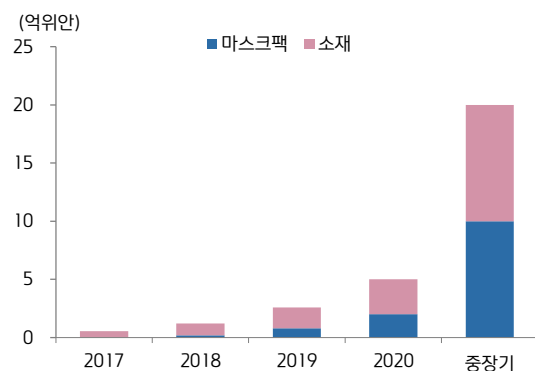
중국 마스크팩 공장 완공

SK바이오랜드는 면/부직포(1세대), 하이드로겔(2세대)에 이어 바이오 셀룰로스(3세대) 마스크팩 시트를 생산하고 있다. 3세대 마스크팩 시트는 코코넛 등 천연 식이섬유에 미생물을 배양해 발효한 방식으로, 1세대와 2세대 시트에 비해 흡수성, 밀착력이 우수해 유효 성분 흡수율을 10배 이상 높일 수 있다는 장점이 있다. 향후 3세대 마스크팩이 시장을 주도할 것으로 예상된다. SK바이오랜드는 2015년 5월 오창 공장 증설, 2016년 6월 안산 공장 증설로 국내에서 2,250만장의 마스크팩 생산능력을 보유하고 있으며, 올해 상반기에는 중국 해문 공장의 연간 5천만장 생산능력이 추가되었다.

한편 중국 해문 법인은 올해 상반기 마스크팩 공장 증설 완료 후 중국 내 메이저 업체 및 유통 업체와 마케팅을 진행하고 있으며, 향후 단계적 증설을 통하여 2020년에는 1억장의 생산능력을 확보할 계획으로 보인다.

참고로 올해 중국 내 마스크팩 시장 규모는 212억위안으로 전체 화장품 시장의 18%를 차지하고 있으며, 이는 국내 시장 규모의 약 18배 수준이다.

SK바이오랜드 중국 법인 성장 로드맵(가이드스)



자료: SK바이오랜드, 키움증권 리서치

세대별 마스크팩 시트 비교

	1세대	2세대	3세대
제품종류	부직포	면	하이드로겔
주요특징	대중화	1세대의 진화	마스크팩 고급화
장/단점	<ul style="list-style-type: none"> 저렴한 가격 액상 흘러내림 	<ul style="list-style-type: none"> 자극이 적음 액상 흘러내림 	<ul style="list-style-type: none"> 1세대 대비 유효성분 침투 능력 우수 및 높은 사용효과 일반 에센스 분자 구조로는 흡수력 한계 시트가 두꺼워 들뜨고 흘러내림

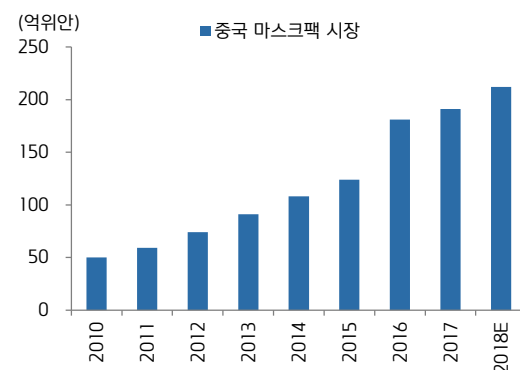
자료: SK바이오랜드, 키움증권 리서치

SK바이오랜드 해문 2공장



자료: SK바이오랜드, 키움증권 리서치

중국 마스크팩 시장 규모 추이/전망



자료: SK바이오랜드, 키움증권 리서치

내년 하반기, 화장품 소재 공장 증설 모멘텀

SK바이오랜드 해문 법인은 마스크팩 공장 완공에 이어 추가로 화장품 소재 공장(해문 3공장)을 건설하고 있다. 약 4,000평 부지에 95.4억원을 투자하여, 내년 7월부터 화장품 소재의 상업생산에 들어갈 전망이다. 이에 생산능력은 5천톤이 추가될 것으로 보인다.

SK바이오랜드 해문 3공장 조감도



자료: SK바이오랜드, 키움증권 리서치

SK바이오랜드 소재 주요 제품(고객사 제품)



자료: SK바이오랜드, 키움증권 리서치

>>> SKC, 장수 법인

SKC, 장수 법인 현황

SKC는 2011년 8월 중국 필름 법인을 설립하고, 같은 해 10월 중국 장수 10만평 부지에 PET 필름 라인을 착공하였다. 이후 2년 만에 필름 라인의 시운전을 개시하였고, 2014년 8월부터 본격적인 상업생산을 시작하였다. SKC 장수 법인은 합작사로 현재 SKC(72.3%), SK China(19.1%), Toyobo(8.6%)가 지분을 보유하고 있으며, 2개 라인에서 총 3.5만톤의 PET 필름 생산능력(열수축 1.3만톤, 광학/산업용 2.2만톤)을 갖추고 있다.

SKC 장수 법인의 총 근무 인원은 400명이며, 장수 법인은 정부로부터 토지를 무상 제공 받고 있고, 5면 5감 등 세제 혜택도 적용 받았다. SKC 장수 법인은 중국 강소성 난통시 경제기술개발구에 위치하고 있으며, 장수 법인이 위치한 인근 3성(강소, 안휘, 절강)은 중국 광학용/산업용/열수축 고객의 최대 밀집 지역으로 중국 전체 광학용 88%, 열수축 50%의 고객이 분포되어 있는 것으로 보인다.

SKC 장수 법인은 공장 상업화 후 글로벌 PET 필름 공급 과잉 및 기존 계획 대비 열수축 필름의 수요 증가 제한으로 영업적자를 지속하였으나, 재작년 4월 이후 고급 광학(프리즘) 필름 생산 인프라/기술 셋업 및 증자(500억원)를 통한 재무구조 개선으로 영업이익 흑자 기조를 구축하였다. 또한 작년 5월 이후 1라인의 LSM 추가로 기존 열수축 라인의 산업/광학 겸용 생산이 가능해져 열수축 필름의 계절성을 상당 부분 헷지하였고, 향후 스페셜티 제품(White 열수축, 중물, 복합 프리즘 등)을 확대하여 세전이익 흑자 기반을 확보할 전망이다.

한편 중국의 신규 성장 시장을 선점하고자 SKC HT&M과의 협력을 강화함과 동시에 고부가 필름(OCA, MLCC, 편광용, IND Dec용) 라인의 확대를 검토하고 있으며, 기존 장수 법인 유휴 부지를 활용해 전자재료(반도체 Wet Chemical) JV, PU Specialty, PVB 필름 JV 등 신규 프로젝트를 추진 중에 있다.

참고로 PCI 추정 올해 PET 필름 세계 시장 규모는 481만톤으로 연평균 4~5%씩 꾸준히 성장하고 있다. 수요는 아시아 지역에 약 64%가 편중되어 있으며, 제일 비중이 큰 용도는 포장용(60%)이다. SKC는 한국/미국/중국에서 총 25만톤의 PET 필름 생산능력을 확보하며, 세계 PET 필름 시장점유율 5%로 Toray, Dupont-Teijin에 이어 세계 3위권 업체이다.

SKC 장수 법인 현황

투자목적	<ul style="list-style-type: none"> 중국 내 Specialty 필름 No.1 Maker로의 도약 ①Global Top Tier를 위한 3국 체제(한국/중국/미국) ②중국의 수요 확대(광학, 산업, 열수축)
투자조건	<ul style="list-style-type: none"> 투자 협약: 총 3억\$, (자본금 1.5억\$ 투자) 혜택: 공장 부지 무료 제공(1기부지 15만㎡, 총 30만㎡) 5면 5감 등
공장개요	<ul style="list-style-type: none"> 행정구역: 중국 강소성 남통시 경제기술개발구 법인명칭: SKC(江苏)尖端塑料有限公司 SKC(Jiangsu) High-Tech Plastics Co., Ltd 투자규모: 총자본금 102m\$ SKC(72.3%), SK China(19.1%), Toyobo(8.6%) 생산 Capa: 2Ls, 총 35천톤 (열수축 13천톤, 광학/산업 22천톤) 인원: 총 400명
History	<div> <div>이사회 승인</div> <div>법인 설립</div> <div>건조 완료</div> <div>시운전 시작</div> <div>상업화 생산</div> </div> <div> <div>11년 6월</div> <div>11년 8월</div> <div>12년 10월</div> <div>13년 7월</div> <div>14년 8월</div> </div>

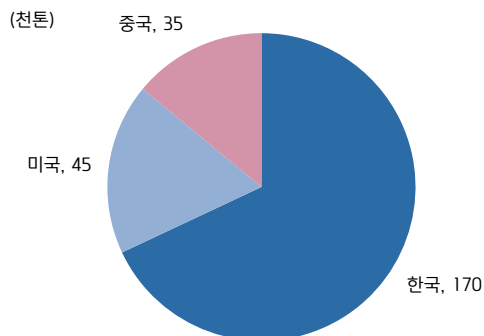
자료: SKC, 키움증권 리서치

SKC 장수 난통 프로젝트 부지 현황



자료: SKC, 키움증권 리서치

SKC PET 필름 생산 거점 현황



자료: SKC, 키움증권 리서치

SKC 장수 법인 열수축 필름 적용 사례



자료: SKC, 키움증권 리서치

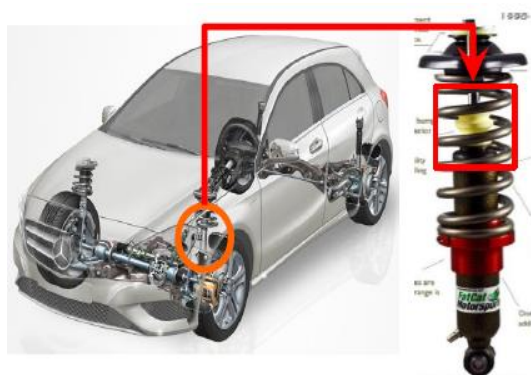
PU Specialty 제품 확대

SKC는 장수 공장의 유허 부지에 그 동안 축적해온 PU(폴리우레탄) 기술로 자체 개발/상업화한 Jounce Bumper 공장을 건설하고 있다. Jounce Bumper는 고탄성 폴리우레탄 소재로써 차량으로 전달되는 충격을 최종적으로 흡수하는 Suspension의 핵심 부품이다. 기술력을 앞세운 BASF가 수십 년간 독과점 중인 세계 시장에서, SKC는 PU 기술을 기반으로 안정적인 시장 침투를 계획하고 있다.

SKC는 올해 4월 중국 Jounce Bumper 공장 착공을 시작하였고, 올해 말까지 시운전 완료를 통하여 내년 1분기부터는 제품 쉘 완료 및 상업 생산을 개시할 것으로 보인다. 중국 공장의 생산능력은 연간 1,950만개이며, 향후 지속적인 확장을 통하여 BASF와 양강 체제 구축 및 Market Share 40%를 목표하고 있다. 참고로 현재 SKC는 울산에서 300만개 규모의 생산설비를 보유하고 있으며, 향후 울산 공장의 생산능력도 400만개로 확대할 계획이다.

한편 Jounce Bumper 시장은 자동차 산업과 함께 성장을 지속하고 있으며, SKC의 공장이 위치한 중국은 인당 소득 증가 및 자동차 보급률 감안 시 상대적으로 높은 성장률을 기록할 전망이다. SKC의 추정에 따르면 2021년 세계 Jounce Bumper 시장 규모는 1.23조원으로 그 중 중국 시장은 약 38%(4,650억원)를 점유할 것으로 예상된다.

Suspension과 Jounce Bumper



자료: SKC, 키움증권 리서치

SKC Jounce Bumper 적용 사례

양산중인 현대차 모닝
(좌)FRT (우)RR

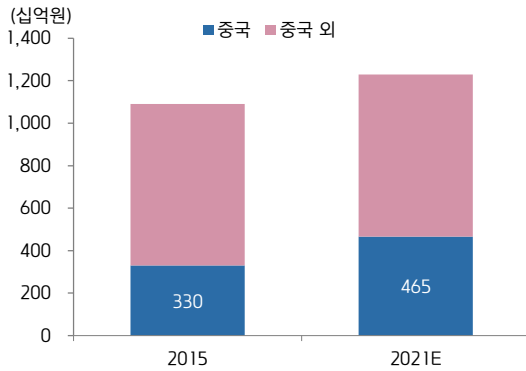


자료: SKC, 키움증권 리서치

NEXTEV ES8-전기차
(Bumpering 적용)



세계 Jounce Bumper 시장 규모



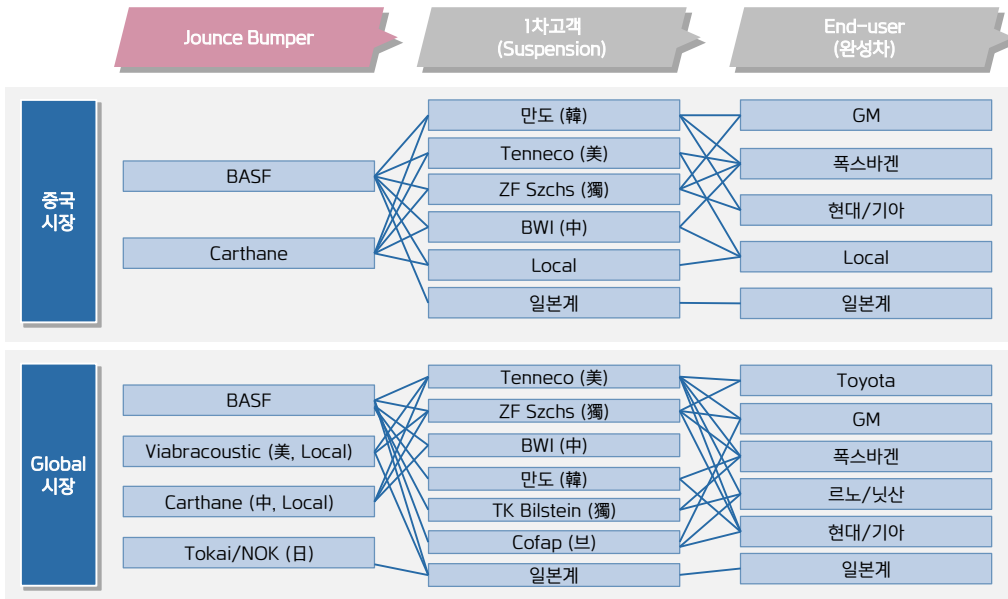
자료: SKC, 키움증권 리서치

SKC Jounce Bumper 프로젝트 개요

진출배경	<ul style="list-style-type: none"> SKC의 PU(Polyurethane)기술로 자체 개발/상업화한 Jounce Bumper를 성장중인 중국 및 Global 자동차 시장 내 공급 및 시장 확대를 위해 중국 생산법인 투자 진행 중 기술력을 앞세운 BASF가 수십년간 과독점중인 Global 시장에서 SKC의 PU 기술을 기반으로 한 자동차 부품 회사로서의 성장 기대
투자계획	<ul style="list-style-type: none"> 지분율: SKC 100% 총투자비: 347억원
추진일정	<ul style="list-style-type: none"> 17. 8월 SKC투자의 17. 9월 투자유인 17. 10월 '보지출장 완료' 18. 2월 설비/공사 발주 18. 4월 공장 착공 18. 11월 기계적 완공 19. 12월 시운전완료 19. 2월~ 제품 China 원조/ 상업생산 Start
경영목표	<ul style="list-style-type: none"> Global 사업 확장을 통해 BASF사와 양강 체제 구축 및 M/S 40% 목표

자료: SKC, 키움증권 리서치

Jounce Bumper Supply Chain



자료: SKC, 키움증권 리서치

중국 Wet Chemical, 진출

SKC는 장수 공장 유휴 부지에 Wet Chemical 공장을 건설하고 있다. 총 500억원을 투자하여 올해 하반기에 공장의 기계적 준공을 마치고, 내년 1분기부터 본격적인 상업 생산을 시작할 것으로 보인다. 프로젝트는 국내 업체와의 합작으로 SKC의 지분율은 75%이며, ENF는 25%이다.

SKC는 중국 반도체/LCD 증설에 따른 케미칼 시장의 성장 및 SK하이닉스 신규 증설에 따라 Wet Chemical 시장에 진입하였고, 향후 중국 내 반도체 Captive Market을 기반으로 한 Wet Chemical 전문 회사로 자리매김할 계획이다. 생산제품은 Developer(TMAH), Etchant(BOE), Thinner 등이며, 향후 CMP Pad/Slurry 사업과 연계하여 관련 사업을 확장할 계획으로 보인다.

한편 SKC는 국내/해외 사업의 유기적 성장과 함께 합작/M&A 등을 진행해 작년 2,681억원의 반도체 소재/부품 관련 매출액을 2021년까지 1조원으로 확대할 계획이다.

Wet Chemical 시장 개요

준비공정 (Wafer)		Si Wafer Slurry (Wafer 세정용) 부식제, Blade, 오일류
반공정 (Fab 공정)	Oxidation	소재 : SiO ₂ , SiN 등의 Gas류
	Photo	소재 : PR류, SOD, SOD 층
	Wet Chem.	소재 : Thinner, Stripper, Etchant, Cleaner 등
	Dry Etch	소재 : Bulk Gas류
	Deposition	소재 : Precursor, Target 등
CMP 소재		소재 : CMP Pad & Slurry 등
패스트공정 (Package)		소재 : Substrate, PCB, 접착제 등

자료: SKC, 키움증권 리서치

Wet Chemical

Wet Chemical 이란 ?

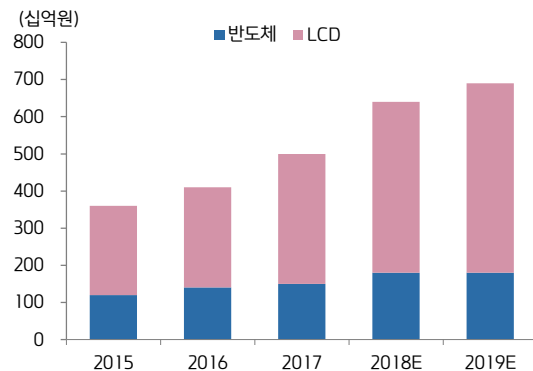
- 반도체 제조공정에서 사용되는 세정, Etch, Strip 등의 공정용 Chemical류를 의미

'16年 Global 시장 13조원 규모

- 중국 중심으로 Global biz. 확대
 • '19년 SK하이닉스 우시 공장 증설 예정

- 청화유니 신규 투자 전망
- 난징 3D NAND용 증설

중국 반도체/LCD 공정용 Target Chemical 시장
전망




자료: SKC, 키움증권 리서치

SKC 난통 공장 생산제품



자료: SKC, 키움증권 리서치

SKC Wet Chemical 프로젝트 개요

<p>진출배경</p>	<ul style="list-style-type: none"> 중국 반도체/LCD 증설에 다른 케미칼 시장의 지속성장 및 SK Hynix 신규증설에 따른 시장 진입 중국 內 반도체 Captive Market을 기반으로 한 전자재료 Chemical 전문 회사로의 성장 <ul style="list-style-type: none"> 현재 중국 판매법인 운영 중이며 2017년 매출 200억원
<p>투자계획</p>	<ul style="list-style-type: none"> 지분율: SKC 75%, ENF 25% 총투자비: 500억원
<p>생산제품</p>	<p>반도체 Wet Chemical</p> <p>. Developer (TMAH) . Etchant (BOE) . Thinner / Stripper (EST-7030) . Cleaner (PCMP)</p> 
<p>추진경과</p>	<p>추진일정</p> <p>17. 6월 17. 8월 17.10월 17.11월 17. 12월 18. 9월 18. 11월~ 19. 1월~</p> <p>SKC투자의 HMC 투자의 투자확장 완료 JV 계약 공장 착공 개장식 준공 시운전준비 개동 운영 Start</p>

자료: SKC, 키움증권 리서치

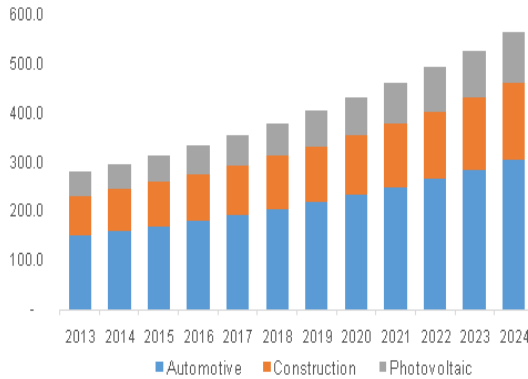
PVB 필름, 독과점 시장 진출 계획

SKC는 작년 5월 중국 시노펙(자회사 Sichuan Vinylon Works)과 PVB 레진/필름을 생산하는 합작사 설립 투자意向서를 체결하였다. 작년 하반기에 합작사를 이미 설립했고, 향후 단계적 증설을 추진할 계획이다.

합작사는 SKC 기존 장수 필름 공장의 유휴 부지에 설비를 갖출 전망이다. SKC는 PVB 필름 관련 기술을 제공하고, 시노펙은 PVB의 원료인 PVA를 공급할 것으로 보인다. 자동차용 PVB 필름은 글로벌 3개사(Kuraray, Sekisui, Eastman Chemical)가 독점하고 있는 시장으로 SKC가 생산하는 기존 PET 필름 대비 차별화된 마진율이 예상된다. SKC는 원재료 통합으로 본격적인 제품 생산 시 기존 경쟁사 대비 원가 측면의 우위도 예상된다. 시노펙과 합작으로 중국 시장 확대가 용이할 것으로 판단되며, 중국 이외의 시장에서는 SKC 영업망을 활용하여 판매망을 확대할 계획으로 보인다.

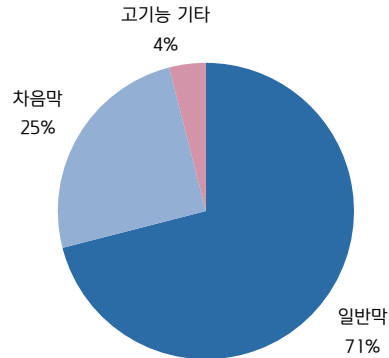
PVB 필름은 자동차/건물용 유리 접합 필름으로, 2015년 시장 규모는 약 2.6조원(38만톤)이며, 그 중 자동차 차음막 시장은 연평균 20~30% 이상의 높은 성장세를 유지하고 있다. SKC와 시노펙은 2023년까지 장수(난통) 및 타 지역에서 PVB 필름 라인(총 4개)을 단계적으로 건설할 계획으로 보인다.

세계 PVB 필름 시장 규모 추이(최종 용도별, 백만불)



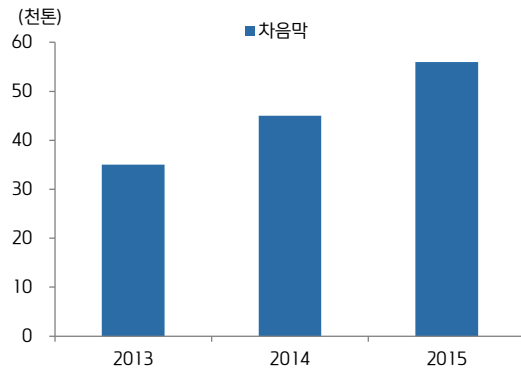
자료: 업계, 키움증권 리서치

자동차용 PVB 필름 제품별 점유율



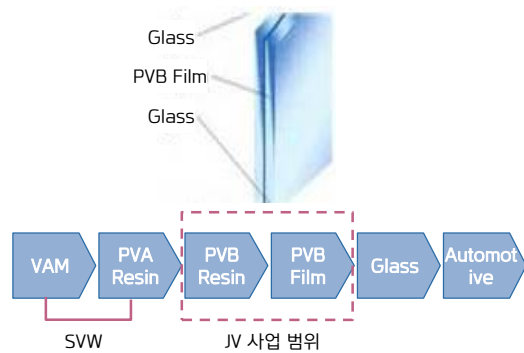
자료: 업계, 키움증권 리서치

글로벌 3사 차음 필름 생산 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

SKC PVB 필름 JV 사업 범위



자료: SKC, 키움증권 리서치

>>> SKC HT&M, 소주 법인

SKC HT&M, 소주 법인 현황

SKC는 작년 2분기에 SKC HT&M(구 SKC하스)의 지분 51%를 다우케미칼로부터 817억원에 인수 완료하였다. SKC HT&M은 비산방지필름, OCA 등에서 높은 세계 시장점유율을 바탕으로 작년 매출액 2,778억원을 기록하였다. 지분 매입으로 경영금지의무 조항이 제거되며, 가공사업이 본격화되고 있다. 또한 SKC의 SKC HT&M향 베이스 필름 매출 확대 등 시너지 효과도 발생하고 있다.

SKC HT&M 소주 법인은 중국 강소성 소주시 오강개발구에 위치하고 있으며, 광학용 필름(확산판, 보호판, 반사판) 등을 제조/판매하고 있다. 소주 법인의 설립은 2002년 7월 25일이며, 2003년 9월에 가공 필름 공장을 준공하였다. 2개 라인을 통하여 4,200만m²의 생산능력을 확보하고 있고, 총 근무 인원은 172명이다.

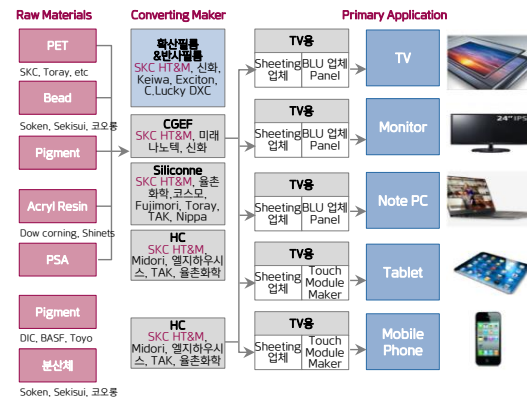
SKC HT&M 소주 법인은 현재 Diffuser, Reflector 등의 생산에 집중하고 있으며, 향후 복합필름(Complex Film), Si 이형필름 등의 증설 및 자동차/가전/SK하이닉스 연관 사업 등을 추가 검토하고 있는 것으로 보인다. 한편 SKC는 SKC HT&M 한국과 중국 법인에 향후 5년간 1,000억원 이상의 R&D 및 설비투자를 진행할 계획으로 보인다.

SKC HT&M 위치



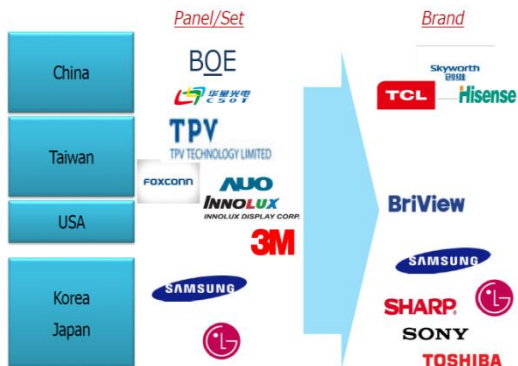
자료: SKC, 키움증권 리서치

SKC HT&M 가치 사슬



자료: SKC, 키움증권 리서치

SKC HT&M 소주 법인 고객 현황(1)



자료: SKC, 키움증권 리서치

SKC HT&M 소주 법인 고객 현황(2)



자료: SKC, 키움증권 리서치



기업분석

SKC
(011790)

BUY(Maintain)/목표주가 54,000원
국내 최고의 스페셜티 화학 업체

SK이노베이션
(096770)

BUY(Maintain)/목표주가 280,000원
PX 호황 듀레이션의 연장

SKC(011790)



BUY(Maintain)

주가(10/12) 39,150원

목표주가 54,000원

S-Oil 등의 PO 신증설로 향후 SKC 화학 부문의 마진율에 대한 시장의 우려가 있다. 하지만 SKC는 고부가 유도체 판매 확대로 PO 경쟁체제 전환에 상당 부분 대비가 된 상황이며, 향후 전 사업부문의 차별화 제품 비중도 확대하고 있다.

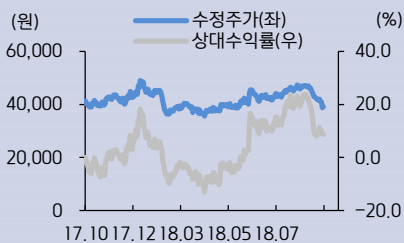
Stock Data

KOSPI (10/12)	2,161.85pt	
시가총액	14,695억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	49,000원	35,600원
최고/최저가 대비 등락	-20.10%	9.97%
주가수익률	절대	상대
1M	-16.2%	-11.5%
6M	3.7%	17.2%
1Y	-5.1%	8.6%

Company Data

발행주식수	37,535천주
일평균 거래량(3M)	121천주
외국인 지분율	12.55%
배당수익률(18.E)	2.55%
BP (18.E)	41,835원
주요 주주	SKC 외 11인 41.71%
	국민연금공단 13.31%

Price Trend



국내 최고의 스페셜티 화학 업체

>>> 화학, 견고한 스프레드 유지

S-Oil의 신규 진출에 따라 SKC의 국내 PO 독점구조는 제거될 전망이다. 하지만 고급 그레이드 PG 판매 확대 및 MCNS PU 시스템하우스 확대에 의한 PO 자가소비 분 증가로 SKC의 화학부문은 국내 시장 경쟁체제 전환에도 양호한 손익 추세가 이어질 전망이다.

>>> Industry 소재부문, 차별화 비중 확대

공급 과잉 지속으로 Industry 소재부문은 큰 폭의 실적 개선은 지연되고 있으나, SKC는 고부가 제품 비중 확대(MLCC, OCA, 비산방지용), SKC HT&M과의 사업 시너지 발생, 본사 및 미국법인 구조조정 완료에 따른 기저 효과 발생으로 타 필름 경쟁사 대비 차별화된 실적이 예상된다. 한편 SKC는 PVB 필름/투명 PI 필름/TAC 대체 필름 등 추가적인 고부가 제품 라인업도 확대하고 있다.

>>> 반도체 소재, 집중 육성

중국 반도체/LCD 증설로 인한 케미칼 시장 지속 성장 및 Captive인 SK하이닉스 신규 증설에 따른 시장 진입 등으로 SKC는 중국 내 반도체 Wet Chemical 공장을 건설하고 있다. 반도체 케미칼 중 수요가 많고, 안정적인 수익 확보가 가능한 Photo, Etch 공정용 제품 등을 생산/판매할 것으로 보인다. 한편 SKC는 반도체 소재/부품 사업 확대를 통해 작년 2,681억원 수준의 관련 매출액을 2021년 1조원으로 확대할 계획이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	24,657	23,594	26,535	29,307	30,044
보고영업이익(억원)	2,179	1,493	1,757	2,120	2,435
핵심영업이익(억원)	2,179	1,493	1,757	2,120	2,435
EBITDA(억원)	3,607	2,741	2,981	3,273	3,609
세전이익(억원)	4,155	1,196	1,807	2,136	2,291
순이익(억원)	2,456	293	1,363	1,689	1,787
지배주주지분순이익(억원)	2,722	428	1,100	1,493	1,560
EPS(원)	7,426	1,150	2,931	3,977	4,156
증감율(% YoY)	287.6	-84.5	155.0	35.7	4.5
PER(배)	4.6	28.7	16.0	9.8	9.4
PBR(배)	0.9	0.9	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	7.2	7.6	11.5	8.8	7.9
보고영업이익률(%)	8.8	6.3	6.6	7.2	8.1
핵심영업이익률(%)	8.8	6.3	6.6	7.2	8.1
ROE(%)	17.2	1.9	8.7	10.2	9.9
순부채비율(%)	95.6	80.5	77.7	69.8	61.7

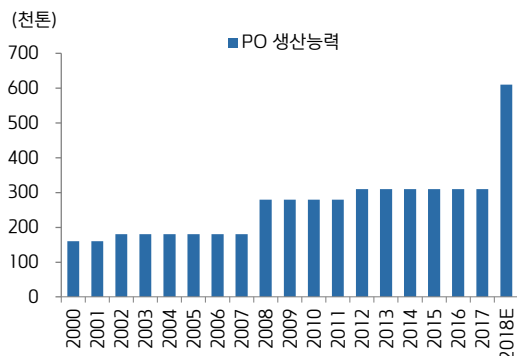
I. 화학부문, 견조한 성장 지속

>>> 국내 경쟁사 신증설 영향

국내 PO 경쟁 심화?

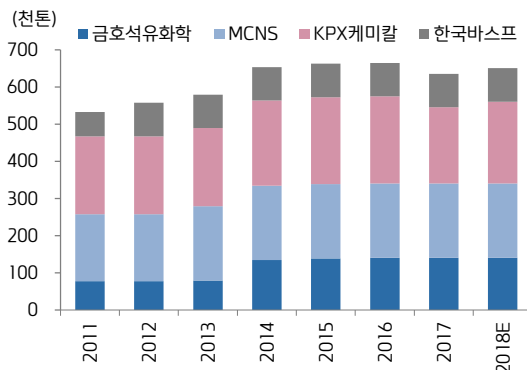
현재 S-Oil의 PO 신증설로 향후 PO 시장에 대한 공급 과잉 및 SKC의 PO 독점구조가 깨지고 출혈경쟁이 심화될 것이라는 시장의 우려 섞인 시각이 존재한다. 국내 독과점적인 시장에 업스트림을 통합한 경쟁사의 출현은 일견 SKC 실적에 부정적인 것은 맞다. 다만 2020년까지 PO 업황과 수급은 현재와 큰 변화가 없을 것으로 보인다. 또한 SKC는 PG 등 PO 다운스트림 생산능력을 확대하며, 향후 PO 소싱에 대한 전략을 탄력적으로 운영할 계획이다.

국내 PO 생산능력 추이



자료: 각사, 키움증권 리서치

국내 PPG 생산능력 추이



자료: 각사, 키움증권 리서치

PG 등 고부가 다운스트림 확대

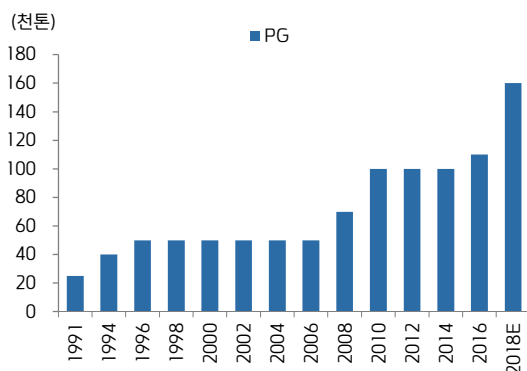
SKC는 작년 PG 5만톤을 증설하였다. 이에 SKC의 PG 총 생산능력은 16만톤으로 증가하며, 국내 1위 업체 지위를 지속하고 있다. PG의 수요 비중은 산업용(UPR, 페인트/코팅제, 부동액, 가소제 등)이 80%이며, USP 그레이드/DPG 등 식품, 제약, 화장품용이 20%를 차지하고 있다.

특히 SKC는 범용 그레이드의 PG 경쟁 심화로 식품/화장품용으로 사용되는 USP 그레이드 제품의 판매 비중을 확대하고 있다. 식품, 화장품, 제약 등에 필요한 고급 그레이드는 인증 절차가 까다로워 선진국 등에서 인증을 획득한 SKC PG 제품의 판매가 국내 및 역내/외에서 증가하고 있다.

한편 화장품 시장의 급성장으로 DPG의 수요는 대폭 증가하고 있으며, DPG는 당분간 주요 생산 업체의 신규 공장 건설 계획이 없는 것으로 보인다. 이에 DPG는 공급 부족이 지속되며, 범용 PG 대비 높은 가격 수준을 유지할 전망이다. SKC는 내년 가동을 목표로 세계 최초로 DPG 단독 공정의 상업화를 추진 중에 있다. 참고로 DPG는 PG 생산능력의 10~15% 수준만 생산된다.

또한 SKC는 JV인 MCNS의 PU 시스템하우스 확대를 통하여 PO 자가소비분을 늘릴 것으로 보여, 향후 PO 가격 변동에 따른 실적 변동성이 상당 부분 줄어들 가능성도 상존한다. MCNS는 2020년 매출액 2조원을 달성하기 위하여 현재 PPG(27만톤), 이소시아네이트(TDI 12만톤, MDI 25만톤)의 생산능력을 확대할 계획이다. 우선 한국/일본 3개의 폴리올 공장의 생산시설을 증설하거나, 신규 설비를 건설하는 방안을 검토하고 있다. 또한 폴리우레탄의 글로벌 고객사와 인접한 폴리우레탄 제조 시설인 시스템하우스를 현재 11곳에서 2배 가량 늘릴 계획이다. 이 중 5곳의 시스템하우스는 AI를 활용한 스마트팩토리를 구축하는 것을 목표로 하고 있다.

SKC PG 생산능력 추이



자료: SKC, 키움증권 리서치

MCNS 국내/외 사업장 위치



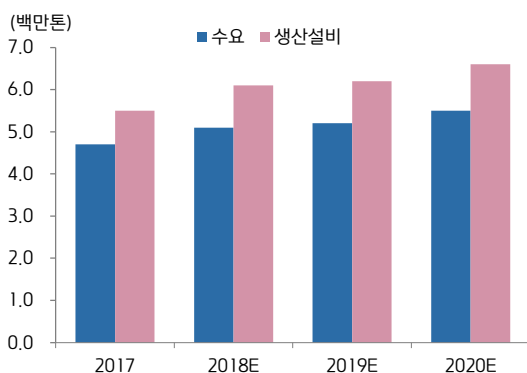
자료: MCNS, 키움증권 리서치

>>> PO 업황

역내 PO 수요 호조세 지속

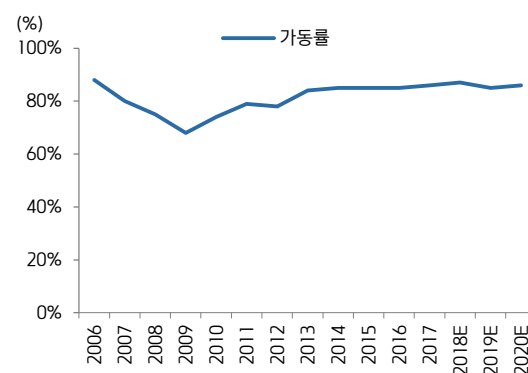
S-Oil 등 일부 신증설 플랜트의 가동에도 불구하고, 역내 PO 시장은 타이트한 상황을 지속할 전망이다. 2018~2020년 아시아/중동 연평균 설비 증가율은 3.9%인데 반하여, 2018~2020년 연평균 수요 성장률은 4.7%로 전망되기 때문이다.

아시아/중동 PO 수급 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 PO 가동률 추이/전망



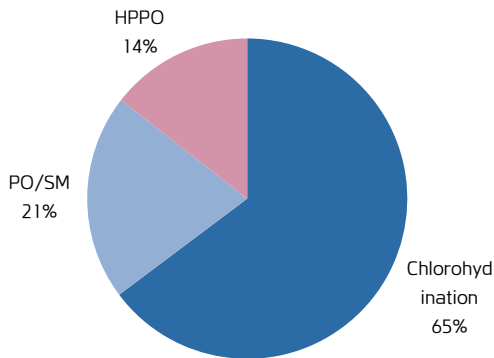
자료: 업계, 키움증권 리서치

해외 PO 진출 검토

중국 정부의 환경 보호 정책 강화로 염소법 PO 경쟁력이 약화되고 있다. 중국의 PO 생산능력은 약 310만톤 수준인데, 이중 55%가 염소법 공법이다. 중국의 염소법 공법은 환경세를 부담하면서 운전하고 있다. 이에 경쟁력이 떨어지는 염소법 PO 설비는 단계적으로 스크랩이 예상된다.

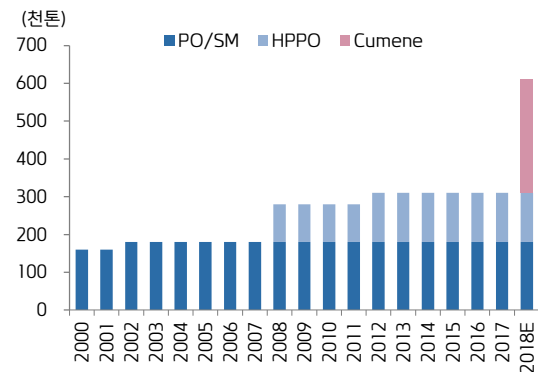
또한 중국 일부 설비의 가동 차질 이후 가동/정기보수 역량에 대한 관심이 증가하고 있다. 이에 SKC의 PO 플랜트 가동률 역량을 높이 평가하며, SKC는 자사와 협력 의사를 밝힌 중동, 중국, 유럽 지역 5곳과 PO 사업 협력 사업을 검토/협의를 중에 있다. 향후 SKC는 세계 PO 거점 확보를 통한 성장을 지속 추진할 계획이며, 매 2~3년에 해외에서 1개소의 PO 플랜트 구축을 목표로 하고 있는 것으로 보인다.

중국 PO 공법별 비중 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 PO 공법별 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

II. 성장사업, 공격적 증설 추진

>>> 중국 반도체 소재 시장 진출

중국 내 반도체 Wet Chemical 플랜트 건설

중국 반도체/LCD 증설로 인한 케미칼 시장의 지속 성장 및 Captive인 SK하이닉스의 신규 증설에 따른 시장 진입 등으로 SKC는 중국 내 반도체 Wet Chemical 공장을 건설 중에 있다. ENF와 함께 총 500억원을 투자할 계획이다. 반도체 Chemical 중 수요가 많고 안정적인 수익 확보가 가능한 Photo/Etch 공정용 제품 등을 생산/판매할 것으로 보인다. 또한 반도체용 중 일부는 리사이클하여 LCD용으로 재판매를 함으로써, 추가적인 수익을 확보할 것으로 보인다. 한편 SKC는 SK하이닉스 우시 공급 기반을 바탕으로 가격적 강점 및 현지 생산에 따른 공급 안정성을 강조하며, 중국 내 업체까지 판매를 확대할 계획이다. SKC는 올해 하반기 Wet Chemical 공장의 기계적 준공을 완료하고, 내년 1분기 경 상업생산을 시작할 전망이다.

한편 SKC의 연결 자회사인 SKC솔믹스도 중국 반도체 부품소재 기업인 퍼시픽 쿼츠, 세미-아이엔브리와 함께 쿼츠 및 실리콘 합작 업체 설립을 위한 MOU를 체결하였다. 3사는 내년 하반기까지 JV를 설립하고, 양산체계를 구축하여 2020년 1분기에 상업생산을 목표로 하고 있다. 한편 중국 업체들은 JV에 고품질 원재료를 안정적으로 공급하고, SKC솔믹스는 정밀 가공기술을 제공할 것으로 보인다.

전공정 재료별 시장 현황

소재	시장 규모(조원)	제품군	주요 업체
Si Wafers	9.1	Si Wafer	Shin-etsu, Sumco, GlobalWafers, Sitronic, SK 실트론
Photo Mask	3.8	Photo Mask, Blank Mask	Toppan, Photronic, DNP, Hoya, S&S Tech, Shin-etsu
Photo 소재	3.6	PR, SOC, SOD, 공정 부자재	JSR, Dow, Fuji 등 7개 업체 주도
Wet Chemicals	1.3	식각액, 세정액	각 제품별로 전문 기업
Gases	4.1	공정용 특수가스류	글로벌 산업용 가스 기업
Sputtering Targets	0.8	Al, Ti, Cu, Ta 등	Toso 등 글로벌 4개 업체 주도
CMP Pad & Slurries	1.8	CMP 공정 소재	Dow, Cabot 등
Other/New Materials	3.6	유전체, Cu-solvent, 프리커서류	각 제품별로 전문 기업
Ceramic Parts	2.8	Si, SiC, Al Quartz 류	글로벌 장비업체 부품류 → OEM 공급

자료: SKC, 키움증권 리서치

SKC솔믹스 국내 증설 투자 현황

■ 투자금액: 약 219억원 (Si 증설 및 공정개선 115억원, Quartz 증설 104억원)

■ 투자기간: 2017년 10월 11일 ~ 2018년 9월 30일



■ 공장등록 및 환경 인허가 8월 초 완료, 주요 설비 Set-up 8월 초 완료 예정



자료: SKC솔믹스, 키움증권 리서치

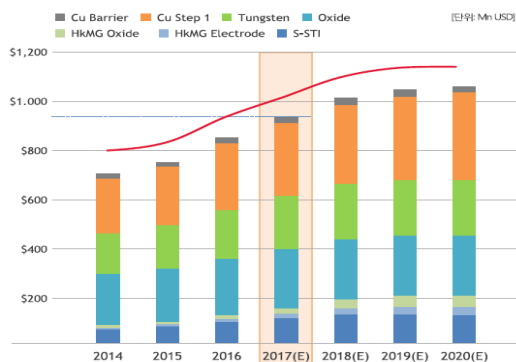
>>> CMP Pad/Slurry, 비즈니스 확대

CMP Pad/Slurry, 판매 확대 전망

2019년 이후 CMP Pad 시장은 10억 달러 규모로 성장이 예상되는 가운데, 국내는 Oxide CMP Pad, 해외는 Cu CMP Pad 비중이 높은 것으로 보인다. Dow Chemical의 M/S가 80%로 압도적인 가운데, Cabot은 M/S 10%로 2위권을 형성하고 있다.

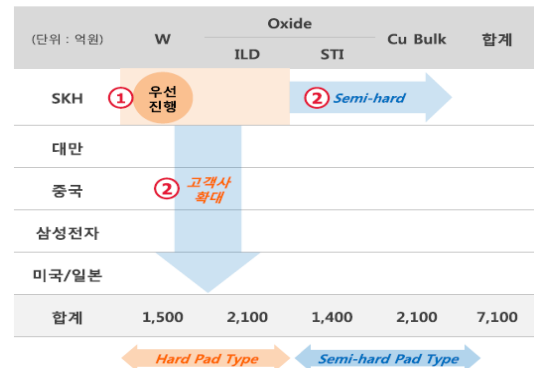
현재 SKC는 SK하이닉스를 1차 타겟으로 Hard Pad(W, ILD)부터 사업화를 진행 중에 있으며, SK하이닉스의 인증을 통하여 중국/대만 고객 및 국내 대형 업체를 확보하고, Semi-hard Pad로 제품군을 확장할 계획이다. 한편 CMP Pad는 올해 7월 일부 고객사 인증이 완료되었고, 올해 3분기에 W Pad, 4분기에 Oxide Pad의 양산 판매가 개시될 전망이다. 또한 표면 연마를 위한 무기입자 함유 분산액인 CMP Slurry도 CMP Pad와 함께 SK하이닉스형 판매 확대를 추진할 계획이다.

세계 CMP Pad 시장 규모



자료: SKC, 키움증권 리서치

SKC CMP Pad 시장 진입 전략



자료: SKC, 키움증권 리서치

>>> BHC, 증설 효과

SK바이오랜드, 중국 마스크팩 공장 상업화 개시

SKC의 자회사인 SK바이오랜드는 올해 6월 말 중국에 3세대 바이오 셀룰로스 마스크팩 생산 공장을 완공하였다. 올해 7월부터 가동에 들어간 마스크팩 공장에선 미생물로 연간 5,000만장 규모의 바이오 셀룰로스 마스크팩 시트를 생산한다. SK바이오랜드는 3년 내 추가 증설을 통해, 중국 마스크팩 생산능력을 총 1억장 규모까지 확대할 계획이다. 이는 국내 생산 규모의 5배이며, 바이오 셀룰로스 마스크팩 생산 공장으로는 세계 최대 규모가 된다.

SK바이오랜드가 중국 진출에 공을 들이는 것은 시장 성장 가능성이 높기 때문이다. 중국 마스크팩 시장은 약 7조원 규모로 매년 20% 가량 성장하고 있다. SK바이오랜드는 마스크팩 시트를 판매하거나, 완제품 OEM/ODM 사업을 진행한다. 국내에서는 시트 판매, OEM 사업에 그쳤으나, 중국에서는 향후 ODM 사업까지 밸류 체인을 확장할 계획으로 보인다.

한편 SK바이오랜드는 중국 마스크팩 공장 준공에 이어 화장품용 천연추출물을 만드는 공장을 증설할 계획이다. 현재 900톤을 생산하는 해문 1공장에 더해 내년 상반기까지 연간 5,000톤의 생산능력을 가진 3공장을 건설할 계획이다. 참고로 SK바이오랜드는 피부진정 작용이 뛰어난 마치현추출물, 보습력이 뛰어난 히알루론산, 인체면역력을 높이고 피부건강을 유지하는 베타글루칸 등을 생산하고 있다. SK바이오랜드는 천연추출물 화장품 소재가 각광받는 중국 시장 흐름에 맞춰 빠른 속도로 생산능력을 늘려나갈 계획이다.

한편 SK바이오랜드는 해문 공장과 가까운 상하이나 광저우 지역에 중국 화장품 회사 70% 가량이 진출해 있는 점을 활용해 중국 시장 점유율을 빠르게 높이는 한편, 글로벌 시장 진출을 가속화할 것으로 보인다.

SK바이오랜드 해문 공장



자료: SK바이오랜드, 키움증권 리서치

SK바이오랜드 마스크팩 제품



자료: SK바이오랜드, 키움증권 리서치

III. Industry 소재부문, 차별화 비중 확대

>>> SKC HT&M과 시너지 확대

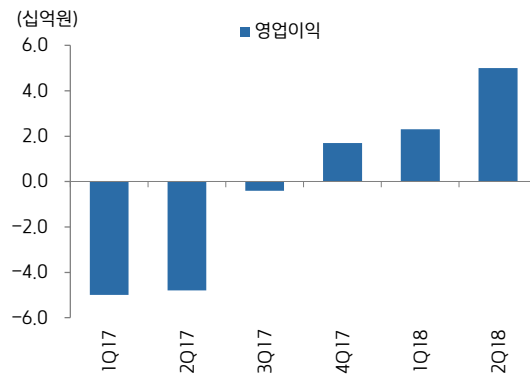
고부가 제품 판매 확대

SKC의 Industry 소재부문 실적은 올해 2분기부터 흑자전환에 성공하였다. 포트폴리오 믹스 개선, SKC HT&M 통합 시너지 확대에 기인한다. 특히 작년 3분기 이후 연결 편입된 SKC HT&M은 작년 4분기부터 흑자전환하며, SKC 연결 실적 개선에 기여하고 있다. SKC HT&M은 내년 하반기에서 내후년 상반기에 상업생산 예정인 SKC의 투명 PI 필름부문에서도 고경도 코팅 등을 담당할 계획으로 보인다.

SKC HT&M은 중국 소주 공장에 광학용 복합필름과 MLCC용 이형필름, OCA 등 고부가 필름 설비를 증설할 계획이다. 약 340억원을 투자하여, 중국에 2개 라인을 추가할 전망이다. 올해 하반기에 착공에 들어가, 2019~2020년에 단계적으로 가동에 들어갈 것으로 보인다. 증설 후 매출액 약 1,100억원이 증가할 전망이다.

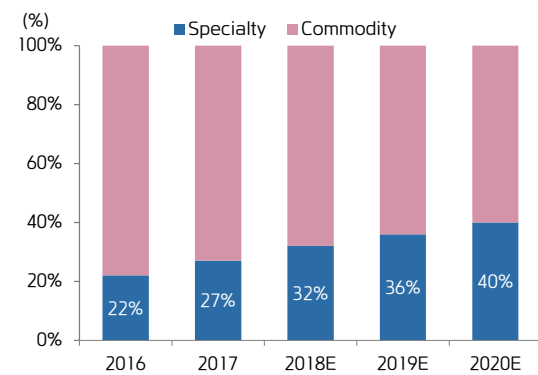
참고로 SKC HT&M은 천안의 일부 확산/반사판 필름 라인을 중국 소주로 이전하며, 전사 매출원가를 줄이는 작업을 진행하였고, 베이스 필름을 대부분 SKC 및 장수 법인 등에서 도입하고 있다. 또한 SKC HT&M은 중국과 한국 고부가 필름 사업에 향후 1,000억원 가량을 투자할 계획이다.

SKC HT&M 영업이익 추이



자료: SKC, 키움증권 리서치

SKC PET Specialty 비중 추이



자료: SKC, 키움증권 리서치

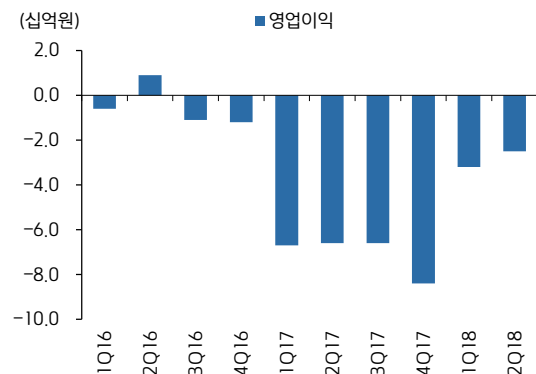
>>> 해외 법인, 턴어라운드 전망

SKC Inc. 수익성 개선 예상

재고 처리, 로열티 지급 및 제품믹스 전환에 따라 연간 200억원 수준의 영업적자를 내던 SKC Inc.도 실적 개선이 예상된다. SKC Inc.는 일본 메이저 업체로부터 열수축 필름에 대한 기술을 도입하였고, 이를 바탕으로 남미 시장을 중심으로 수익성을 제고하는데 집중할 전망이다.

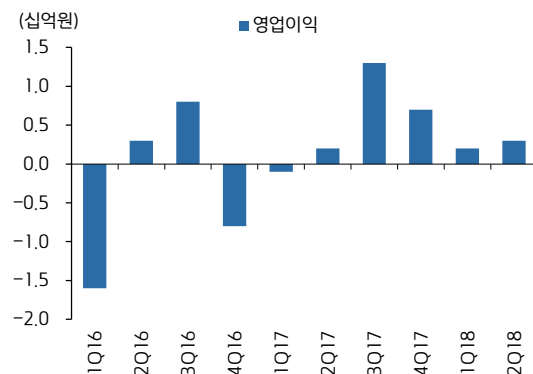
2014년 9월부터 상업생산을 시작한 SKC 장수 법인도 2014년 이후 중국 PET 업체의 공격적 신증설로 실적 개선이 크지 않았다. 하지만 증자를 통한 재무구조 개선, 스페셜티 제품 확대로 2017년에 세전이익 흑자기반을 구축하였다. 향후 SKC HT&M 증설 투자와 연계하여, 디스플레이, 산업용 중물 PET 필름, OCA, MLCC 이형용 필름의 원단 투자를 확대할 계획으로 보인다.

SKC Inc. 영업이익 추이



자료: SKC, 키움증권 리서치

SKC Jiangsu 영업이익 추이



자료: SKC, 키움증권 리서치

>>> PVB 필름 시장 침투

중국 PVB 필름 공장 건설 추진

SKC는 작년 5월 중국 시노펙(자회사 Sichuan Vinylon Works)과 PVB 레진/필름을 생산하는 합작사를 설립하는 투자의향서를 체결하였다.

합작사는 SKC 기존 장수 필름 공장의 유휴 부지에 설비를 갖추 계획이다. SKC는 PVB 필름 관련 기술을 제공하고, 시노펙은 PVB의 원료인 PVA를 공급할 것으로 보인다. 자동차용 PVB 필름은 글로벌 3개사(Kuraray, Sekisui, Eastman Chemical)가 독점하고 있는 시장으로 SKC가 생산하는 기존 PET 필름 대비 차별화된 마진율이 전망된다. SKC는 원재료 통합으로 본격적인 제품 생산 시 기존 경쟁사 대비 원가 측면의 우위도 예상된다. 시노펙과 합작으로 중국 시장 확대가 용이할 전망이며, 중국 이외의 시장에서는 SKC 영업망을 활용하여 판매망을 확대할 계획이다.

PVB 필름은 자동차/건물용 유리 접합필름으로 사고 발생 시 사람을 보호하기 위한 안전 필름이다. 유리와 유리 사이에 들어가, 유리가 깨질 때 조각이 튀지 않도록 붙잡는 작용을 한다. 또한 소음, 열, 자외선 차단 기능을 접목해 자동차용 고부가제품으로 주목 받고 있다.

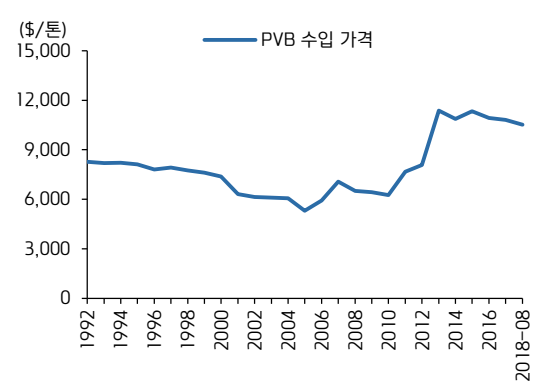
SKC는 중국 최대 안전유리업체로부터 인증을 받았고, 국내 자동차 제조사로부터도 인증을 받았다. SKC는 2019년 중국을 시작으로 유럽, 북미 등 글로벌 시장까지 확장을 검토하고 있는 것으로 보인다.

SKC PVB 필름 사업 추진 현황

	제품 Image	기능	시장 규모	추진 현황
		<ul style="list-style-type: none"> 자동차 및 건축용 유리 접합용 (비산방지/강도증강 등) 	2.7조 (17년)	<ul style="list-style-type: none"> Major Glass 업체 인증 완료 Value Chain 내 사업화 Partner 협의 중

자료: SKC, 키움증권 리서치

국내 PVB 필름 수입 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

IV. 실적 전망 및 Valuation

>>> 실적 전망

올해 하반기, 성장사업부문 실적 개선 효과

SKC의 올해 3분기 영업이익은 545억원으로 작년 대비 13.1%, 전 분기 대비 2.6% 증가할 전망이다. 필름부문의 원재료 상승 요인이 존재하나, PG/PO 등 주요 화학제품 가격은 견조한 수준을 유지하고 있고, 성장사업의 증설 효과가 올해 3분기부터 발생하고 있기 때문이다.

1) 화학부문 영업이익은 390억원으로 작년 대비 17.1% 증가, 전 분기 대비 4.2% 감소할 전망이다. S-Oil의 신규 PO 공장 가동 및 경쟁사 정기보수 감소로 PO 수익성이 소폭 감소할 것으로 예상되지만, 북미, 유럽, 아프리카 등에 고부가 PG 판매 확대로 실적 훼손은 크지 않을 전망이다. 2) Industry 소재부문 영업이익은 SKC HT&M와의 시너지 확대 효과가 발생할 것으로 예상되나, 최근 급격히 상승한 원재료 가격 영향으로 큰 폭의 실적 개선은 제한적으로 보인다. 3) 성장사업부문 영업이익은 146억원으로 작년 대비 8.9%, 전 분기 대비 40.4% 증가할 전망이다. Ceramic Parts 증설 효과, CMP Pad 인증 완료로 인한 반도체 소재 매출액 확대에 기인한다.

올해 4분기 영업이익은 화학/Industry 소재부문의 비수기로 일부 재고 조정 효과가 발생할 전망이나, SK텔레시스 성수기에 따른 통신 장비 판매 확대, SKC솔믹스 증설 라인 본격 가동 등 성장사업부문의 실적 개선이 클 전망이다. 한편 SKC는 반도체 소재/부품 사업 영업 확장 및 유기적/비유기적 성장 가속화 전략을 통하여, 작년 2,681억원 수준의 반도체 소재/부품 관련 매출액을 2021년에는 1조원으로 확대할 계획이다.

SKC 실적 전망 (십억원)

		2017				2018				2016	2017	2018E	2019E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual			
매출액	합계	587	615	741	711	639	726	763	803	2,359	2,654	2,931	3,004
	화학	198	192	202	193	210	229	208	215	722	785	862	831
	Industrty 소재	225	221	305	263	274	291	300	304	926	1,015	1,168	1,189
	성장사업	164	202	234	260	155	206	255	284	712	859	901	985
영업 이익	합계	38	44	48	45	41	53	54	63	149	176	212	243
	화학	32	33	33	29	37	41	39	38	110	126	154	159
	Industrty 소재	-1	3	2	-5	-4	2	1	1	-7	-2	0	22
	성장사업	7	9	13	22	8	10	15	25	46	51	58	63

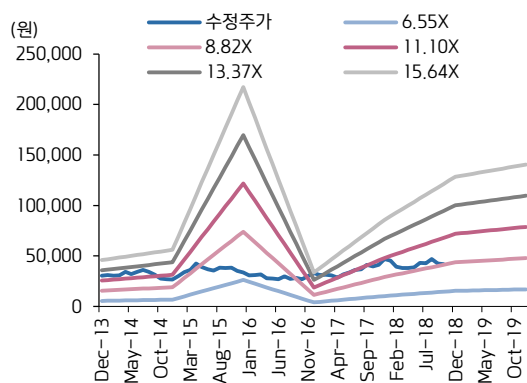
자료: SKC, 키움증권 리서치

>>> Valuation

투자 의견 Buy(유지), 목표주가 54,000원(유지)

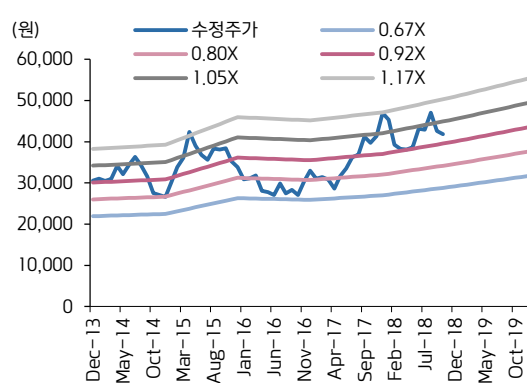
SKC에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 54,000원을 유지한다. SKC에 대해 투자 의견 Buy(매수)를 유지하는 이유는 1) 화학부문은 마진 피크 우려 속에서도 다운스트림 확대 등 제품 포트폴리오 개선(PG 추가 증설, Jounce Bumper 등 PU Specialty)으로 여전히 견고한 마진율을 유지하고 있고, 2) Industry 소재부문은 범용 제품 비중 축소, SKC HT&M과의 시너지 확대, 작년 구조조정 진행에 따른 기저 효과 발생으로 실적 개선이 예상되며, 3) SK텔레시스, SK솔믹스, SK바이오랜드 등 투자사들의 실적 개선세가 본격적으로 나타나고 있기 때문이다.

SKC PER Band



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

SKC PBR Band



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	24,657	23,594	26,535	29,307	30,044
매출원가	19,726	19,495	22,274	24,206	24,568
매출총이익	4,931	4,100	4,262	5,101	5,476
판매비및일반관리비	2,752	2,607	2,505	2,982	3,041
영업이익(보고)	2,179	1,493	1,757	2,120	2,435
영업이익(핵심)	2,179	1,493	1,757	2,120	2,435
영업외손익	1,976	-297	50	16	-144
이자수익	26	10	13	9	10
배당금수익	0	4	0	0	0
외환이익	247	246	223	270	262
이자비용	501	431	461	529	572
외환손실	317	310	241	375	480
관계기업지분법손익	-151	268	927	858	880
투자및기타자산처분손익	3,808	-11	-4	1	0
금융상품평가및기타금융이익	19	23	-34	-31	-19
기타	-1,154	-96	-373	-189	-225
법인세차감전이익	4,155	1,196	1,807	2,136	2,291
법인세비용	1,209	585	444	447	504
유효법인세율 (%)	29.1%	48.9%	24.5%	20.9%	22.0%
당기순이익	2,456	293	1,363	1,689	1,787
지배주주지분손이익(억원)	2,722	428	1,100	1,493	1,560
EBITDA	3,607	2,741	2,981	3,273	3,609
현금순이익(Cash Earnings)	3,884	1,541	2,588	2,842	2,961
수정당기순이익	-258	287	1,392	1,718	1,806
증감률(% YoY)					
매출액	-12.0	-4.3	12.5	10.4	2.5
영업이익(보고)	43.0	-31.5	17.7	20.6	14.9
영업이익(핵심)	43.0	-31.5	17.7	20.6	14.9
EBITDA	24.7	-24.0	8.8	9.8	10.3
지배주주지분 당기순이익	291.7	-84.3	156.8	35.7	4.5
EPS	287.6	-84.5	155.0	35.7	4.5
수정순이익	N/A	N/A	385.2	23.4	5.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,085	2,491	2,093	1,813	2,129
당기순이익	2,456	293	1,363	1,689	1,787
감가상각비	1,362	1,201	1,173	1,105	1,128
무형자산상각비	66	47	52	49	47
외환손익	46	38	-8	104	218
자산처분손익	22	47	39	-1	0
지분법손익	126	-268	-681	-858	-880
영업활동자산부채 증감	-1,775	749	-136	-270	-51
기타	-1,218	386	292	-4	-118
투자활동현금흐름	-962	-39	-1,757	-1,506	-1,502
투자자산의 처분	-287	29	200	-8	-2
유형자산의 처분	54	34	91	0	0
유형자산의 취득	-681	-803	-1,203	-1,500	-1,500
무형자산의 처분	-52	-47	-189	0	0
기타	4	747	-655	1	0
재무활동현금흐름	-264	-1,818	380	744	637
단기차입금의 증가	-2,812	-3,974	-1,679	0	0
장기차입금의 증가	2,718	2,673	2,530	750	750
자본의 증가	124	205	0	0	0
배당금지급	-232	-301	-297	-319	-354
기타	-63	-421	-173	313	242
현금및현금성자산의순증가	-131	665	710	1,051	1,265
기초현금및현금성자산	516	385	1,050	1,760	2,811
기말현금및현금성자산	385	1,050	1,760	2,811	4,075
Gross Cash Flow	2,860	1,742	2,230	2,082	2,181
Op Free Cash Flow	465	1,910	1,022	1,504	2,058

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	7,871	8,015	8,972	10,775	12,240
현금및현금성자산	385	1,050	1,760	2,811	4,075
유동금융자산	161	167	2	2	3
매출채권및유동채권	4,469	4,261	4,210	4,650	4,767
재고자산	2,838	2,535	2,993	3,306	3,389
기타유동비금융자산	18	2	6	7	7
비유동자산	29,011	27,273	27,702	28,833	29,946
장기매출채권및기타비유동채권	233	210	179	197	202
투자자산	6,395	6,825	5,988	6,754	7,536
유형자산	20,791	18,661	19,032	19,427	19,800
무형자산	1,458	1,462	2,092	2,042	1,996
기타비유동자산	133	115	412	412	412
자산총계	36,882	35,288	36,673	39,608	42,186
유동부채	10,564	8,626	12,008	12,501	12,652
매입채무및기타유동채무	3,555	4,176	4,339	4,792	4,912
단기차입금	3,621	2,495	2,983	2,983	2,983
유동성장기차입금	3,004	1,741	4,407	4,407	4,407
기타유동부채	383	214	279	319	350
비유동부채	10,755	11,423	8,729	9,802	10,796
장기매입채무및비유동채무	590	611	90	99	102
사채및장기차입금	8,799	9,249	6,756	7,506	8,256
기타비유동부채	1,367	1,564	1,883	2,196	2,438
부채총계	21,319	20,049	20,737	22,302	23,448
자본금	1,840	1,877	1,877	1,877	1,877
주식발행초과금	1,223	1,398	1,398	1,398	1,398
이익잉여금	11,296	11,464	12,390	13,592	14,831
기타자본	80	-679	-1,164	-1,164	-1,164
지배주주지분자본총계	14,439	14,059	14,500	15,703	16,941
비지배주주지분자본총계	1,124	1,180	1,436	1,603	1,797
자본총계	15,563	15,239	15,936	17,305	18,738
순차입금	14,878	12,268	12,384	12,083	11,568
총차입금	15,424	13,485	14,146	14,896	15,646

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	7,426	1,150	2,931	3,977	4,156
BPS	39,240	37,457	38,631	41,835	45,135
주당EBITDA	9,840	7,356	7,943	8,721	9,615
CFPS	10,595	4,135	6,895	7,572	7,888
DPS	750	750	900	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	4.6	28.7	16.0	9.8	9.4
PBR	0.9	0.9	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.2	7.6	11.5	8.8	7.9
PCFR	3.2	8.0	6.8	5.2	5.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.8	6.3	6.6	7.2	8.1
영업이익률(핵심)	8.8	6.3	6.6	7.2	8.1
EBITDA margin	14.6	11.6	11.2	11.2	12.0
순이익률	10.0	1.2	5.1	5.8	5.9
자기자본이익률(ROE)	17.2	1.9	8.7	10.2	9.9
투자자본이익률(ROIC)	6.1	3.4	6.1	9.2	10.4
안정성(%)					
부채비율	137.0	131.6	130.1	128.9	125.1
순차입금비율	95.6	80.5	77.7	69.8	61.7
이자보상배율(배)	4.3	3.5	3.8	4.0	4.3
활동성(배)					
매출채권회전율	6.1	5.4	6.3	6.6	6.4
재고자산회전율	8.1	8.8	9.6	9.3	9.0
매입채무회전율	6.0	6.1	6.2	6.4	6.2

SK이노베이션(096770)



BUY(Maintain)

주가(10/12) 211,500원

목표주가 280,000원

기존에 투자하였던 국내 및 해외 설비에서 이익이 창출되고 있다. 또한 올해 벌어들이는 4조원 수준의 EBITDA를 통하여 SK이노베이션 전 사업부문의 포트폴리오 다각화는 더욱 진전될 전망이다. 한편 정보전자 소재사업도 수요 증가와 공격적 증설로 높은 성장률을 기록하고 있다.

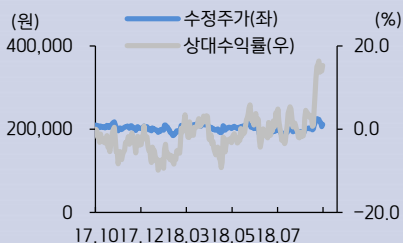
Stock Data

KOSPI (10/12)		2,161.85pt
시가총액		195,565억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	225,500원	184,500원
최고/최저가 대비 등락	-6.21%	14.63%
주가수익률	절대	상대
	1M	5.0% 10.8%
	6M	3.4% 16.9%
	1Y	0.7% 15.3%

Company Data

발행주식수	93,714천주	
일평균 거래량(3M)	204주	
외국인 지분율	39.71%	
배당수익률(18.E)	3.78%	
BP (18.E)	209,277원	
주요 주주	SK 외 2인	33.42%
	국민연금공단	10.00%

Price Trend



PX 호황 듀레이션의 연장

>>> 중국 PX 신증설 플랜트 가동 지연

PX 업황 강세는 내년 하반기까지 연장될 전망이다. 중국의 폐플라스틱 수입 금지로 폴리에스터 수요가 호조세를 이어가고 있는 가운데, Hengli(중국), Hengyi(브루나이), Zhejiang Petrochemical 등 신규/재가동 플랜트들의 가동이 예상보다 지연되고 있기 때문이다. 참고로 SK이노베이션 계열의 PX 생산능력은 333만톤(지분율 미고려)으로 국내에서 가장 크다.

>>> 단기/중장기 정제마진, 견조세 전망

2020년까지 수요를 하회하는 공급 증가로 정제마진은 견조세를 지속할 전망이다. 또한 단기적으로도 올해 10월 세계 정제설비의 약 6%가 정기보수에 들어갈 예정이며, 4분기부터는 석유제품의 계절적 성수기 효과가 발생할 전망이다. 한편 SK이노베이션은 IMO 규제에 대응하기 위하여 VRDS 설치에 약 1조원을 투자하기로 했다. 이를 통하여 SK이노베이션은 연간 3,000억원 이상의 EBITDA가 추가적으로 창출될 것으로 보인다.

>>> 분리막/배터리 등 신성장 동력 확보

SK이노베이션은 신성장사업인 분리막/배터리의 공격적 Capex 투입으로 향후 성장 모멘텀을 확보하였다. EV 배터리 생산능력은 작년 1.1GWh에서 2020년 20GWh로 확대될 전망이며, 분리막도 작년 2.4억m²에서 2020년 8.7억m²로 생산능력이 증가할 전망이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	483,563	395,205	462,609	562,905	608,693
보고영업이익(억원)	19,796	32,283	32,344	31,850	37,446
핵심영업이익(억원)	19,796	32,283	32,344	31,850	37,446
EBITDA(억원)	29,311	41,427	41,344	40,335	46,436
세전이익(억원)	16,541	24,234	32,348	30,760	37,218
순이익(억원)	8,677	17,214	21,451	22,790	29,030
지배주주지분순이익(억원)	8,149	16,713	21,038	22,173	28,269
EPS(원)	8,696	17,834	22,449	23,660	30,165
증감율(%YoY)	N/A	105.1	25.9	5.4	27.5
PER(배)	14.9	8.2	9.1	8.9	7.0
PBR(배)	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	5.5	3.6	5.0	5.4	4.5
보고영업이익률(%)	4.1	8.2	7.0	5.7	6.2
핵심영업이익률(%)	4.1	8.2	7.0	5.7	6.2
ROE(%)	5.2	9.7	11.4	11.3	13.2
순부채비율(%)	19.5	4.4	6.4	6.7	2.5

I. 화학부문, 호조세 지속 전망

>>> 예상보다 길어질 PX 호황

중국 PX 프로젝트들의 가동 지연

사우디아라비아 Petro Rabigh, 베트남 PetroVietnam의 PX 플랜트 가동에도 불구하고, 역내 PX 상황이 강세를 유지하고 있다. Petro Rabigh/PetroVietnam 플랜트가 연말까지 풀 가동이 제한되고, 일본 JXTG의 PX 플랜트(Wakayama, 320만톤)는 태풍 피해 영향으로 9월 중순부터 한달 동안 생산 차질이 지속될 전망이다, 다운스트림인 TPA 수요도 견고한 수준을 유지하고 있기 때문이다.

한편 중국의 계획되어 있는 대규모 PX 프로젝트들의 경우 가동 시점이 예상보다 지연될 것으로 예상된다. 1) Hengyi의 브루나이 PX 플랜트(150만톤)는 올해 말에서 2019년 2분기에 가동될 계획이었으나, 일부 컨설팅 업체에 따르면 가동 시점이 2021년으로 지연되었다. 2) 올해 10월 가동 계획이었던 Hengli Petrochemical의 225만톤 PX 플랜트(Phase I)는 2020년 상반기, 225만톤의 PX 플랜트(Phase II)는 2021년으로 가동이 연기된 것으로 보인다. 3) 또한 Zhejiang Petrochemical(구 Dragon Aromatic)의 경우 올해 말 상업 가동이 계획되었으나, 상업 가동에는 정부의 승인이 필요한 상황이다. 동 플랜트의 생산능력은 160만톤이다.

SK이노베이션의 PX 생산능력은 333만톤(지분율 미고려)으로 국내에서 가장 크며, 내년까지 PX 수급 타이트 지속에 따른 반사 수혜가 국내 정유/화학 업체 중 가장 클 것으로 판단된다.

세계 PX 신증설 계획(업체별)

확정				
업체	국가	생산능력(천톤)	상업화 시기	비고
Petro Rabigh	Saudi Arabia	1,350	2018	Outside
PetroVietnam	Vietnam	700	2018	Outside
Saudi Aramco	Saudi Arabia	800	2019	Outside
Zhejiang Petrochemical	China	4,000	2020-21	Captive
Hengli Petrochemical	China	4,500	2020-22	Captive
CNOOC-Kings	China	960	2021	Outside
Zhejiang Hengyi	Brunei	1,500	2021	Captive
합계		13,810		
검토				
업체	국가	생산능력(천톤)	상업화 시기	비고
Sinopec Hainan	China	800	2020	Outside
IRPC	Thailand	1,000	2022	Outside
SOCAR	Turkey	600	2023	Outside
ADNOC	Abu Dhabi	1,400	2025	Outside
Zhejiang Petrochemical	China	3,200	2025	Captive
합계		7,000		

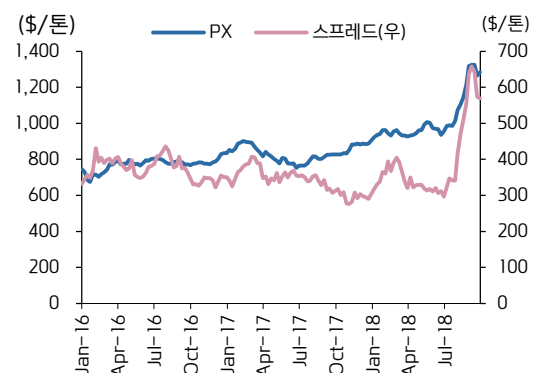
자료: 업계, 키움증권 리서치

Hengli 프로젝트 건설 현장(2018년 7월)



자료: Hengli, 키움증권 리서치

PX 가격 및 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

TPA도 견고한 업황 전망

PX의 다운스트림인 TPA도 견고한 업황이 지속될 전망이다. 2018~2020년까지 제한적인 신증설이 예상되기 때문이다. 일부 중국과 인도의 설비가 가동에 들어갈 전망이었지만, 중국 소규모 증설은 원재료 공급 문제가 발생할 가능성이 있으며, 인도 JBF Industries도 자금 문제에 직면하고 있기 때문이다. 또한 TPA는 지난 몇 년 동안 약 320만톤 규모(세계 생산능력의 4%)의 설비가 구조조정된 점도 TPA 수급 타이트 현상을 유지시키는 요인으로 작용할 전망이다. 이에 세계 TPA 가동률은 올해 78%에서 2020년에는 84%까지 상승할 것으로 예상된다. 한편 TPA의 전방인 PET의 경우 올해/내년에 약 350만톤의 생산능력이 증가할 전망이다.

세계 TPA 플랜트 폐쇄 현황(2016~2017, 업체별)

업체	국가	도시	생산능력(천톤)	비고
Luoyang Chemical Fibre	China	Henan, Luoyang	-350	2016
2016 Total			-350	
Tianjin Petrochemical	China	Tianjin	-350	1Q17
Yangzi Petrochemical 3	China	Jiangsu, Nanjing	-600	1Q17
Yizheng Chemical 1	China	Jiangsu, Jiangsu	-350	1Q17
Reliance Industries	India	Patalganga	-275	1Q17
Asia Pacific Fibres	Indonesia	Karawang, Java	-340	1Q17
OPTC (T9)	Taiwan	Kuanyin	-450	2Q17
OPTC (T10) [OPTC(T9)]	Taiwan	Kuanyin	-530	4Q17
2017 Total			-2,895	

자료: 업계, 키움증권 리서치

역내 TPA 플랜트 가동률 현황

중국			
회사	용량(천톤)	지역	가동상태
Honggang	1,500	Jiangsu	정상가동, 10 월 중 2 주 정기보수 계획
Fuhaichuang	1,650	Fujian	폐쇄
	1,500	Fujian	Dragon Aromatics 가동상태에 따라 재가동 여부 결정
	1,500	Fujian	70~80% 가동률
	1,500	Fujian	70~80% 가동률
Sinopec Yangzi	350	Jiangsu	폐쇄
	350	Jiangsu	정상가동
	600	Jiangsu	17 년 11 월 25 일 폐쇄 후, 9 월 초 재가동
Sinopec Yizheng	350	Jiangsu	정상가동
	650	Jiangsu	정상가동
Reignwood	600	Zhejiang	폐쇄
	600	Zhejiang	
	600	Zhejiang	
	1,400	Zhejiang	정상가동
FCFC	1,200	Zhejiang	정상가동
Liwan(NMC)	700	Zhejiang	정상가동
Yisheng PC	650	Ningbo	정상가동
	2,000	Ningbo	정상가동
	2,200	Ningbo	정상가동, 9 월 중 정기보수
Yisheng Dahua	225	Liaoning	정상가동
	3,750	Shanghai	정상가동
OPSC	750	Shanghai	정상가동
Jinshan PC	400	Guangdong	정상가동
BP Zhuhai	1,100	Guangdong	정상가동, 10 월 중 3-4 주간 정기보수
Luoyang PC	1,250	Henan	정상가동, 9 월 중순 1 주간 정기보수
Tianjin PC	340	Tianjin	정상가동
Urumchi PC	75	Xinjiang	정상가동
Jialong	600	Fujian	6 월 13 일 폐쇄 후, 9 월 말 재가동
Hanbang	700	Jiangsu	정상가동
	2,200	Jiangsu	정상가동
Helen CF(SFX)	1,200	Jiangsu	정상가동
	1,200	Jiangsu	정상가동
Tongkun	1,500	Zhejiang	정상가동
	2,200	Zhejiang	정상가동
Hengli	2,200	Liaoning	정상가동, 9 월 중 2 주간 정기보수(지연 가능성)
	2,200	Liaoning	정상가동
	2,200	Liaoning	정상가동
Yisheng	2,000	Hainan	정상가동
Pengwei	900	Sichuan	정상가동
Total	49,240	평균가동률	85.27%

자료: 업계, 키움증권 리서치

역내 TPA 플랜트 가동률 현황(계속)

대만			
회사	용량(천톤)	지역	가동상태
FCFC	550	Mailiao	정상가동
	700	Mailiao	정상가동
	400(IPA)	Mailiao	정상가동
OPTC	400(T9)	Taoyuan	1월 중 폐쇄
	500(T10)	Taoyuan	정상가동, 최근 3주간 정기보수 계획
	1,500	Taoyuan	정상가동
CAPCO	700(6#)	Kaohsiung	정상가동
Total	4,750	평균가동률	83.16%

한국			
회사	용량(천톤)	지역	가동상태
한화	400	울산	정상가동
	450	울산	16년 10월 21일 폐쇄
	450	울산	정상가동
	700	대산	정상가동
삼남	300	여수	16년 1월 중순 폐쇄
	550	여수	90% 이상 가동률
	550	여수	90% 이상 가동률
롯데	350	울산	IPA 생산
	600	울산	정상가동
호성	420		정상가동
태광	1,000	울산	90% 가동률
Total	5,770	평균가동률	78.73%

자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 PET 신증설 계획(업체별)

국가	위치	업체	생산능력(천톤)	비고
India	Ahmedabad	Chiripal Petrochem	50	1Q18
South Africa	Durban	Hosaf	140	1Q18
China	Jiangsu,Jiangyin	Jiangsu Sanfangxiang	500	3Q18
Lithuania	Klaipeda	Neo Group	165	3Q18
Vietnam	Ho Chi Minh City	Far Eastern New Century	400	3Q18
China	Liaoning,Dalian	Yisheng Petrochemical	1,000	4Q18
China	Hainan	Zhejiang HengyiPolymer	500	4Q18
		2018 Total	2,755	
China	Henan,Anyang	Henan Tongjiin CoalChemical	500	1Q19
Tunisia	Gabes	Crystal Industries	60	2Q19
Turkey	Gaziantep	Koksan PET Packaging	215	3Q19
		2019 Total	775	
China	Guangding,Zhuhai	China Resources Co (CRC) Packaging Ma	400	1Q20
China	Fujian	DragonSpecialResin	500	1Q20
China	Jiangsu,Jiangyin	Jiangsu Sanfangxiang	500	1Q20
Taiwan	New Taipei(Xinbei)	Hualon	-73	1Q20
Turkey	Ada na	Sasa Polyester Sanayi A.S.	380	1Q20
Turkey	Ada na	Sasa Polyester Sanayi A.S.	216	1Q20
USA	Corpus Christi	Corpus Christie Polymers (M&G)	500	1Q20
Vietnam	Ho Chi Minh City	Fujian Bailong	180	1Q20
		2020 Total	2,603	

자료: 업계, 키움증권 리서치

>>> 중국, 화학 시장 침투 확대

국내 경쟁사, 국내 생산능력 확대하나……

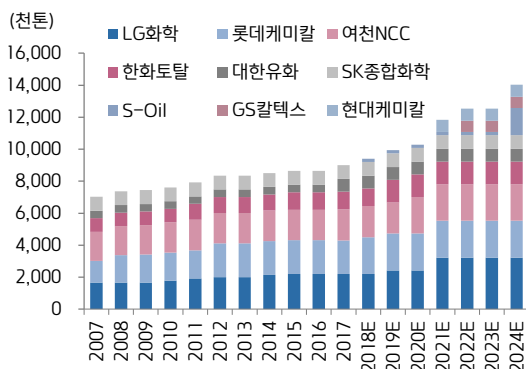
Aramco, ExxonMobil, Shell 등에 이어 국내 정유 업체도 화학부문 통합을 확대하고 있다. 특히 국내 정유 업체들은 기존에도 윤활기유/방향족 설비 통합을 통하여 안정적인 전사 마진을 확보하고 있었다.

1) GS칼텍스는 전남 여수에 2조원대를 투자해, 에틸렌 70만톤, PE 50만톤을 생산할 수 있는 MFC(Multi Feed Cracker) 설비를 건설할 계획이다. MFC는 나프타 외에도 LPG, 부생가스 등 다양한 유분을 원료로 투입할 수 있으며, 2022년 상업 가동을 목표로 하고 있다.

2) S-Oil은 약 5조원이 투입된 HS FCC 및 올레핀 다운스트림 플랜트 완공으로 올해 하반기부터 추가적인 실적 개선이 예상된다. HS FCC 건설로 올레핀(에틸렌/프로필렌/PP/PO) 실적 비중이 확대될 전망이다. 또한 S-Oil은 추가적으로 약 5조원을 투자하여 150만톤 규모의 스팀 크래커와 올레핀 다운스트림 시설을 건설하기 위하여 타당성 검토를 진행하고 있다. 이에 2024년 S-Oil 석유화학부문의 올레핀 비중은 50%를 상회할 것으로 추정된다.

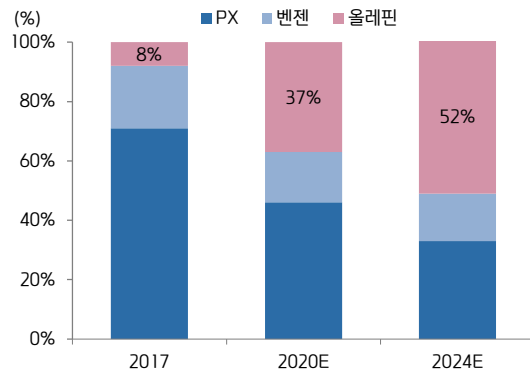
3) 현대오일뱅크는 롯데케미칼과 함께 기존 부지 등의 인프라를 활용하여, 서산에 Heavy Feed 크래커를 건설할 계획이다. 총 투자 규모는 2.7조원이며, 향후 나프타를 제외한 부생원료 비중을 80%까지 확대하며, 높은 원가 경쟁력을 확보할 계획이다. 생산능력은 에틸렌 75만톤, 프로필렌 40만톤, Mixed C4 30만톤, PE 75만톤, PP 40만톤 등이다.

국내 업체별 에틸렌 생산능력 추이/전망



자료: 각사, 키움증권 리서치

S-Oil 석유화학 제품군별 포트폴리오 비중(추정치)



자료: S-Oil, 키움증권 리서치

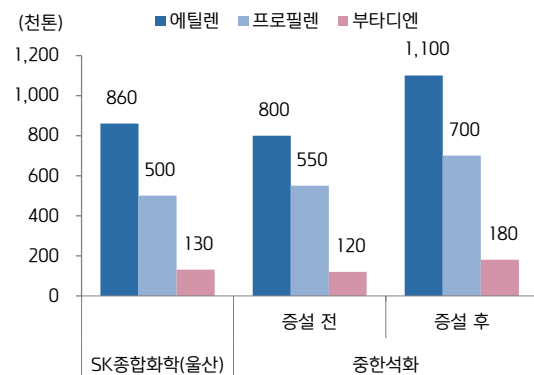
중한석화, 추가 증설 계획

SK이노베이션은 기존 울산 NCC 보유, SK인천석유화학 방향족 생산능력 확대, ACO 공법 개발/적용 등을 통하여, 지속적으로 정유/화학 통합 전략을 추진하고 있다. 한편 SK이노베이션은 타 경쟁 정유사와는 차별되게 중국 등 해외 합작 사업(파트너링)을 공격적으로 추진하고 있다.

SK이노베이션의 중국 NCC 합작 사업은 2014년 가동 첫 해부터 흑자를 시작으로, 작년 영업이익은 6,077억원을 기록하며, 영업이익률 20%를 상회하였다. 에틸렌 스프레드 강세에 따른 우호적인 영업 환경 영향이 있었지만, SK이노베이션의 핵심 인력 투입으로 운영비용, 수선효율 개선 등을 통하여 설비 조기 안정화를 도모한 결과로 판단된다.

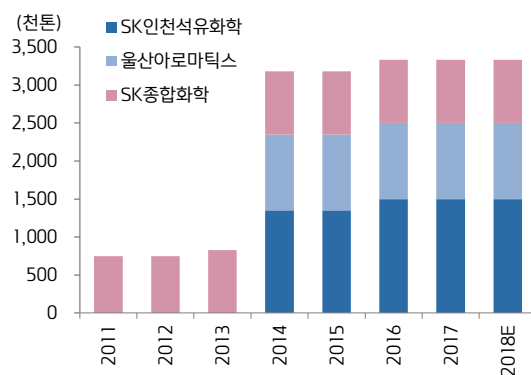
한편 SK이노베이션의 중국 NCC는 자체 자금을 투입하여, 크래커 및 유도체 생산능력을 확대할 계획이다. 증설 작업이 완료되면, 에틸렌 생산능력은 110만톤으로 증가하며 중국 내 2~3위권 NCC 업체가 될 전망이다. 한편 동 증설은 공정 개선 등을 통한 리밸런싱으로 신규 투자 대비 약 40%의 투자비 절감 효과가 예상된다.

SK종합화학/중한석화 올레핀 생산능력 비교



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 계열 PX 생산능력 추이



자료: 각사, 키움증권 리서치

>>> Dow의 EAA/PVDC 사업 인수

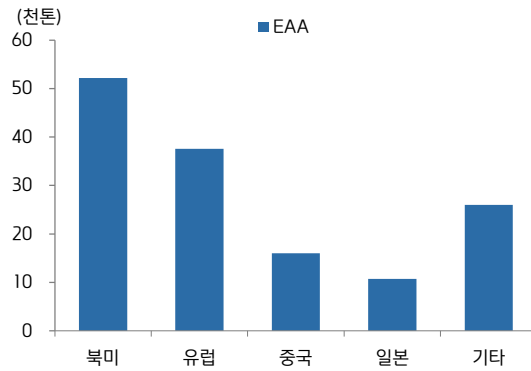
고부가 포장 소재 수직계열화 구축

SK이노베이션이 차세대 성장 동력(자동차 소재/고부가 포장 소재)을 확보하기 위하여 작년 9월과 12월에 인수 완료한 EAA(SK Primacor)/PVDC(SK Saran) 사업은 올해 본격적으로 SK이노베이션 실적에 반영되고 있다. 올해 매출액 5,000억원, 영업이익 400억원 수준이 추가될 것으로 보인다.

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

참고로 EAA는 에틸렌과 아크릴산의 공중합체(Copolymer)로 금속과의 접착성이 뛰어나 알루미늄 포일이나 PE 등의 포장용 접착제로 주로 사용되고 있다. EAA의 시장 규모는 14.3만톤으로, 수요는 연평균 2~3% 수준의 성장세를 보이고 있으나, 신흥 시장인 중국에서는 연평균 7% 수준의 고성장세가 예상되고 있다. 또한 PVDC는 고부가 포장재 산업의 핵심 분야인 배리어 필름 소재군 중 하나로, 수분/산소로부터 내용물의 부패/변형을 막는 기능이 탁월하여, 주로 높은 수준의 외부 차단성을 요구하는 냉장/냉동 육가공 포장재의 원료로 쓰인다.

세계 EAA 시장 규모



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

Flexible Packaging용 다층 포장재 필름 구조(예시)

소재 영역	용도	주요제품	현황 및 특성
Seal Layer	내용물 오염 방지, 필름의 밀봉	mLLD ¹⁾ , POP ²⁾ , LD	비범용제품/기술장벽有
Tie Layer	다른재질의 두 Layer 접합	EAA ³⁾ , MaH-G, EA	기능성제품/진입장벽高/공급업체小
Barrier Layer	O ₂ , CO ₂ , 수분, Aroma 등 차단	PVDC ³⁾ , EVOH, PA	진입장벽高/공급업체小
Outer Layer	패키징 Shape 유지 및 Printing	LLD, PP, HD, PET	범용제품/진입장벽低/공급업체多

주: 1) Nexlene™ 2) PRIMACOR™ 3) SARAN™

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

II. 윤활기유, 수급 타이트 지속 전망

>>> 제품 수급 전망

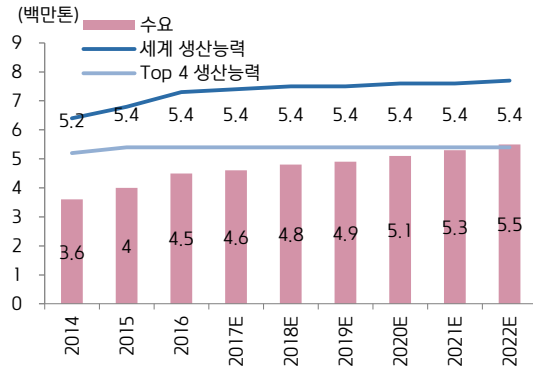
Group III 시장, Top 4 업체가 과점하고 있다

SK루브리컨츠(SK이노베이션의 100% 자회사)의 주력 제품인 고급(Group III) 윤활기유는 수요 대비 생산능력이 큰 상황이나, 실제 Top 4 업체(SK루브리컨츠, S-Oil, Neste Oil, Shell)가 시장의 약 73%를 점유하고 있는 과점적 시장의 성격을 띄고 있다. 향후 Group III 윤활기유의 수요는 환경 및 연비 규제 강화로 2022년까지 연평균 5.8%씩 증가할 전망으로 현재 수급 타이트 현상은 중장기적으로 이어질 전망이다.

한편 Group III 기유는 2011~2016년까지 공급 증가율이 20.0%로 높은 수준이었으나, 2017~2022년까지 제한된 증설로 0.9%의 공급 증가율을 보일 것으로 전망된다. 특히 Top 4 중 하나인 Shell의 GTL은 유가가 \$100/배럴이고, 천연가스 가격이 \$6/MMBtu 이하에서만, GTL 제품들이 가격 경쟁력을 보여, 현재 윤활기유 플랜트 가동률이 50%를 하회하고 있는 것도 세계 Group III 윤활기유 수급 타이트를 촉발하고 있는 것으로 보인다. 또한 Shell/SK루브리컨츠를 제외한 나머지 Top 4 업체의 가동률은 풀 가동하고 있는 가운데, SK루브리컨츠는 상대적으로 ILBOC 신증설 등으로 가동률이 추가 상승할 여지가 존재한다.

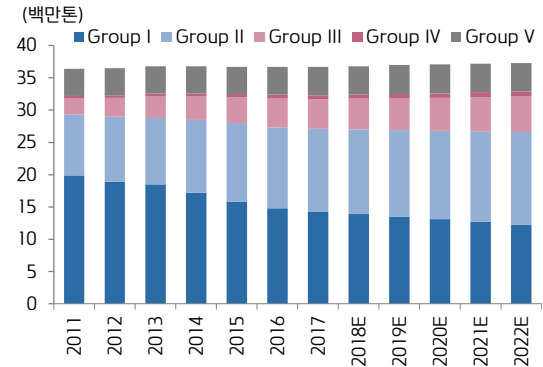
한편 전기차 확대에 인하여, 중장기적으로 Group III 윤활기유 수요 감소 요인이 존재하나, Hybrid 차의 경우 일반 ICV 대비 윤활기유 사용 비중이 오히려 높은 것으로 보인다.

세계 Group III 기유 생산능력 및 수요 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

세계 API 그룹별 기유 수요 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

세계 윤활기유 증설 계획 및 진행 상황(업체별)

Company Name	Location	Type	Group	Capacity	Target Completion	Status
				(천톤)	Date	
Motiva	미국	업그레이드	II/III	-	2018	상업화
Rosneft	러시아	업그레이드	II/III	400	2018	공사 중
ExxonMobil	네덜란드	신규	II/II+	1,000	2018	일정대로 진행 중
VN Oil	베트남	신규	II	50	2018	공사 중
Puraglobe	미국	신규	III	55	2019	공사 중
ExxonMobil	싱가폴	확장	II	300	2019	일정대로 진행 중
Lub-ref	방글라데시	신규	II	50	2019	발표되었지만 공사는 착수되지 않음.
Hengji Petrochemical	중국	신규	II/II+	730	2020	일정대로 진행 중
HILL-KazMunayGas	카자흐스탄	신규	II/III	250	2020	발표되었지만 공사는 착수되지 않음.
Lukoil	러시아	신규	III	295	2020	발표되었지만 공사는 착수되지 않음.
Rosneft	러시아	업그레이드	I/II/III	280	2020	발표되었지만 공사는 착수되지 않음.
Hainan Handi	중국	신규	II/III	800	2020	상업화 가능성 낮음.
Gazprom Neft	러시아	확장	II/III	265	2021	발표되었지만 공사는 착수되지 않음.
Rafinerija ulja Modrica	보스니아	확장	III	200	2021	발표되었지만 공사는 착수되지 않음.
INA(Gazprom Neft)	세르비아	확장	II/III	180	2022	발표되었지만 공사는 착수되지 않음.
Pemex	멕시코	확장	II	165	2022	발표되었지만 공사는 착수되지 않음.

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

>>> 윤활기유부문, 경쟁력

규모의 경제 효과 발생

SK루브리컨츠는 Group III 윤활기유 기준 53,100B/D의 생산능력을 보유하여, 타 경쟁사 대비 규모의 경제 효과가 발생하고 있으며, 리파이너리 최적화, 공정 운영 기술 및 적당한 규모의 하이드로크래커 생산능력으로 타사 대비 원가 경쟁력을 확보하고 있다. 한편 윤활기유는 타 석유제품 대비 유가 변동에 따른 Lagging 타임이 긴 패턴을 보이나, SK루브리컨츠는 타이트한 재고 정책(120일 → 70일) 추진 및 UCO 도입 헷지로 그 영향을 상당 부분 줄인 것으로 판단된다.

SK루브리컨츠는 2위 업체보다 2배 이상 되는 340개의 Formulation 라이선스를 보유하고 있다. Formulation은 개발에 최소 1~2년이 소요되며, 타사 기유 브랜드간의 교환 사용이 제한적이며, 첨가제/윤활유/자동차 업체와의 긴밀한 협조가 필요하다. 이런 기술적 장벽이 신규 업체들의 진입을 제한하는 요인으로 작용한다.

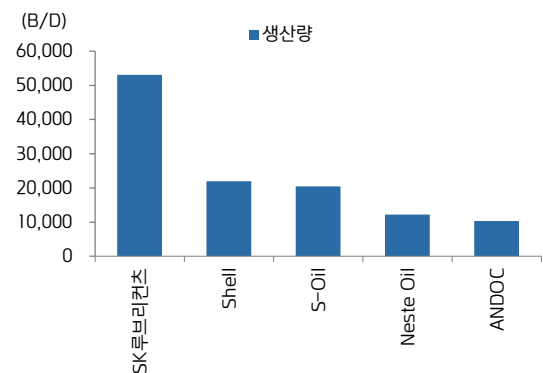
SK루브리컨츠는 5개의 생산기지 및 18개 주요 거점 Hub Terminal을 활용하여, 유럽/아프리카/아시아/미주에 낮은 수송비로 제품 공급이 가능하다. 향후 글로벌 SCM을 완성하기 위하여, 북미 등에 플랜트를 건설할 계획으로 보인다.

국내 윤활기유 생산능력 현황(국내 생산능력 기준)

(단위: 배럴/일)	생산 용량			
	Group I	Group II	Group III	합계
SK 루브리컨츠		14,000	34,500	48,500
S-Oil	500	20,800	20,500	41,800
GS 칼텍스		23,000	3,000	26,000
현대엘베이스오일		13,000		13,000
합계	500	70,800	58,000	129,300

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

세계 고급(Group III) 기유 생산량(2017년, 주요 업체)



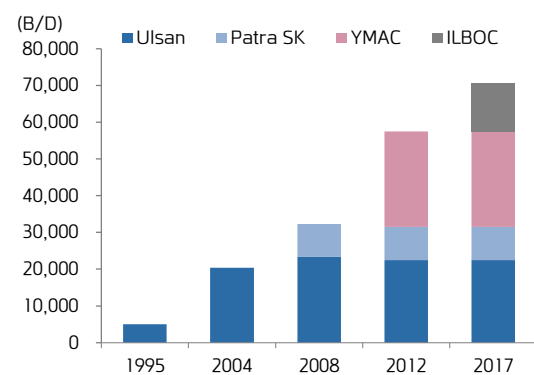
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

>>> 윤활기유, 신증설 추진

기존 플랜트 램프업/차지업 등 계획

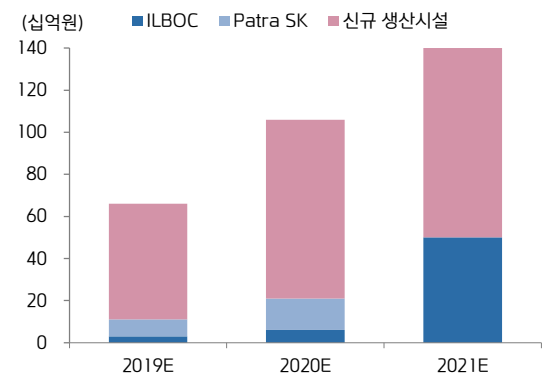
SK루브리컨츠는 윤활기유 플랜트(인도네시아, 스페인)의 램프업/차지업을 통하여 기존 생산능력을 약 25% 확대할 계획이며, 글로벌 SCM을 완성하기 위해 북미 등에 신규 LBO(No.6) 플랜트의 확장을 검토 중에 있다. 하이드로크래커를 보유한 대규모 정유사 중 하나가 사업 파트너가 될 가능성이 커 보인다. 또한 SK루브리컨츠는 환경 규제에 의한 저점도 HDDO 등의 수요 증가를 고려하여, 향후 신규 고부가 제품 포트폴리오를 확대할 계획이다.

SK루브리컨츠 윤활기유 생산능력 추이



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK루브리컨츠 Capex 투자 계획



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

III. 배터리/분리막 M/S 확대

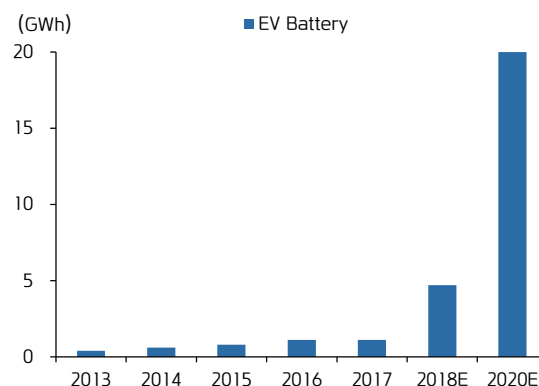
>>> 배터리 사업, 공격적 투자 진행

2020년 생산능력, 20GWh로 증가 전망

SK이노베이션은 경쟁사 대비 낮은 출발에도 불구하고, 배터리 사업을 공격적으로 확대하고 있다. 올해 초 헝가리 라인 투자에 이어 중국/미국 플랜트 건설을 잇달아 발표하는 등 적극적 투자로 경쟁 배터리 업체를 추격하고 있다. 작년 초 착공한 서산 배터리 공장은 올해 하반기 완공되었고, 올해 초 착공한 7.5GWh 규모의 헝가리 공장과 중국 창저우에 건설할 7.5GWh의 배터리 공장이 완공되면, SK이노베이션은 연간 20GWh 규모의 배터리 생산능력을 확보할 것으로 보인다. 한편 SK이노베이션은 배터리 사업의 신규 투자 방향을 선 수주, 후 증설로 잡고 있어, 향후 신규 수주에 따른 공급 필요량 확대에 따라 공장 신증설을 결정하는 것으로 보인다. 참고로 SK이노베이션은 2025년 파우치형 배터리 세계 시장점유율 30%를 목표로 하고 있다.

한편 SNE 리서치에 따르면 올해 1~8월 누계 SK이노베이션의 전기차 배터리 출하량은 428.9MWh로 10위 업체 중 최고 성장률인 160.0%를 기록하였으며, 시장점유율 또한 작년 1.4%에서 2.2%로 증가하였다. 이는 니로 PHEV/BEV, 기아 쏘울 BEV 판매 증가에 기인한 것으로 보인다.

SK이노베이션 EV 배터리 생산능력 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치 리서치

세계 전기차용 배터리 출하량(중국 제외) (단위: MWh)

순위	제조사명	2017. 1~8월	2018. 1~8월	성장률	2017 점유율	2018 점유율
1	파나소닉	4,768	9,365	96.4%	40.1%	47.7%
2	LG 화학	2,749	3,669	33.5%	23.1%	18.7%
3	AESC	1,200	2,471	105.9%	10.1%	12.6%
4	삼성SDI	1,321	1,761	33.3%	11.1%	9.0%
5	PEVE	1,095	1,109	1.2%	9.2%	5.6%
6	SK 이노베이션	165	429	160.0%	1.4%	2.2%
7	LEJ	255	359	40.8%	2.1%	1.8%
8	BEC	123	129	5.1%	1.0%	0.7%
9	JCI	108	105	-2.6%	0.9%	0.5%
10	HVE	26	39	46.3%	0.2%	0.2%
기타		72	190	163.6%	0.6%	1.0%
합계		11,882	19,625	65.2%	100.0%	100.0%

자료: SNE, 키움증권 리서치 리서치

>>> 분리막, M/S 확대 지속

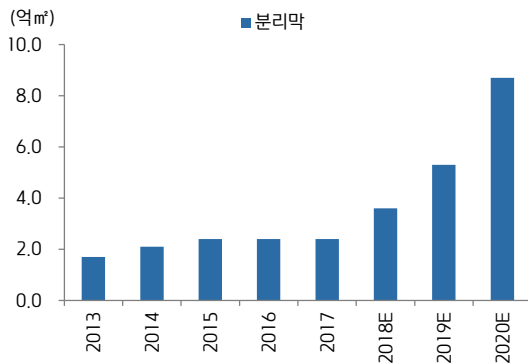
2020년 생산능력, 8.7억m²로 증가 전망

SK이노베이션의 정보전자소재부문 실적이 일부 한계 사업(TAC) 구조조정 완료 및 분리막 사업 호조로 견조세가 이어지고 있다. 특히 분리막은 중국을 중심으로 한 급성장하는 전기차 수요 증가로 인하여 현재 총 9개 라인을 100% 가동하고 있는 것으로 보인다.

또한 SK이노베이션은 2개의 라인(10/11호기)을 올해 하반기에 추가 가동한 것으로 보이며, 경쟁사의 추가적 증설에 대응하고자 약 1,500억원을 투자하여 2개의 라인을 재차 증설할 계획이다.

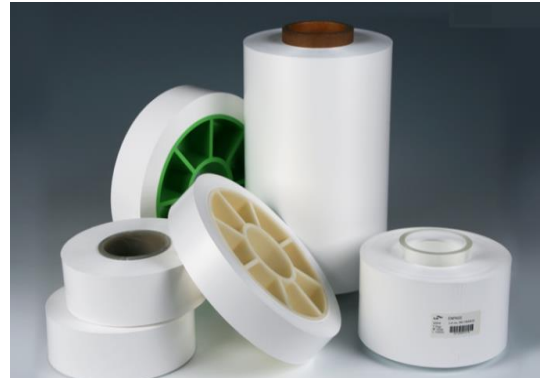
한편 SK이노베이션은 10월 7일 중국 장쑤성 창저우시에 리튬이온배터리분리막과 세라믹코팅분리막 생산 라인을 신설한다고 발표하였다. 공장은 창저우시 진탄구 경제개발구 내 약 4.4만평 부지에 리튬이온배터리분리막 3.4억m², 세라믹코팅분리막 1.3억m² 규모이다. SK이노베이션은 약 4,000억원을 투자하여 2020년 3분기에 양산을 계획하고 있다. 완공 후 SK이노베이션의 리튬이온배터리분리막 총 생산능력은 8.7억m²로 증가하게 된다.

SK이노베이션 분리막 생산능력 추이/전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치 리서치

SK이노베이션 분리막 제품



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치 리서치

IV. 정제마진 전망

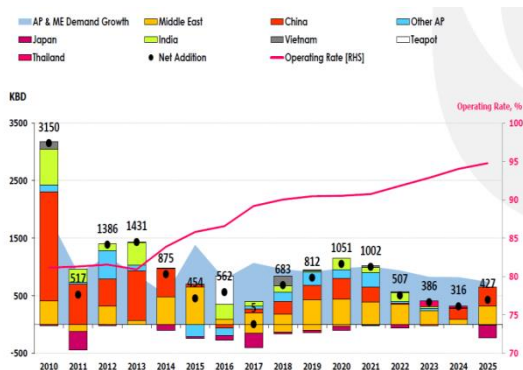
>>> 양호한 수급 상황 지속

단기/중장기 정제마진, 견조세 유지 전망

수요를 하회하는 공급 증가로 인해 정제마진은 중장기적으로 견조한 흐름을 지속할 전망이다. 일본/쿠웨이트/중국의 폐쇄 증가 및 중국/베트남의 일부 정제설비의 상업 개시 지연 등에 기인한다. 특히 등/경유 마진은 중국/미국 등의 인프라 투자 확대, 최대 순수입국인 유럽 경기 회복으로 올해 개선 폭이 클 전망이다. 참고로 역내(아시아/중동) CDU 순증 물량은 2016년 56.2만B/D, 2017년 -5만B/D에 불과하였고, 올해도 순증 물량은 40~50만B/D 수준에 불과할 전망이다.

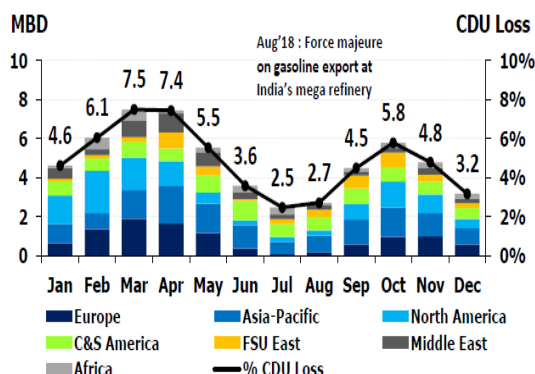
한편 올해 10월 세계 정제설비의 약 6%가 정기보수에 들어갈 전망이며, 4분기부터는 석유제품의 계절적 성수기에 들어간다.

아시아/중동 CDU 증감 및 수요 증감 추이/전망



자료: TO, 키움증권 리서치

세계 정제설비 정기보수 추이/전망(월별, 2018)



자료: TO, 키움증권 리서치

>>> 2020년, 국내 1위 저유황유 공급자 등극

VRDS 설치로 IMO 규제 대응

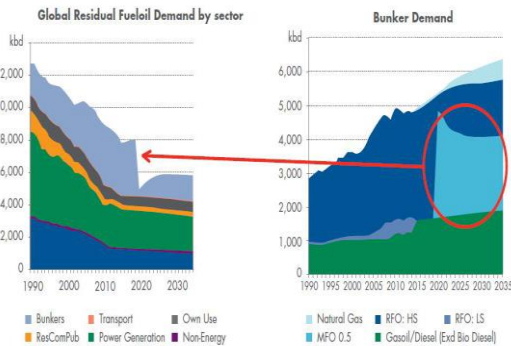
지금까지 선박에는 황함량이 높은 벙커C유가 사용되어 왔으며, 육상 운송용 경유는 황함량 0.001%의 강한 규제를 받아 왔다. 이에 IMO는 2020년부터 선박 연료유의 황성분 제한 수치도 기존 3.5%에서 0.5%로 강화할 예정이다.

대형 통합석유기업을 포함한 많은 정유사들은 새로운 황함량 규제를 충족할 수 있는 옵션 중 하나는 집중적 수소처리가 불필요한 경질원료를 사용하는 것이라고 공개적으로 언급하고 있다. Brent와 WTI 선물시장에서 중요한 벤치마크가 경질 원유를 기반으로 하기 때문에 이러한 유형의 원유에 대한 수요 증가는 선물상품 가격의 급격한 상승을 촉발할 가능성을 가지고 있다.

또한 IMO 규제 강화의 영향으로 중간유분(등/경유) 부족 현상이 예상되며, 가용성이 높은 저유황 중유가 없다면 해운업계는 다양한 경유 혼합 등을 시도할 것이나, 고유황 중유의 공급초과현상은 피할 수 없을 것이다. 적어도 초기 단계에서는 IMO의 영향은 LTO를 포함한 모든 저유황 경질원유에 대한 수요를 증가시킬 것이다.

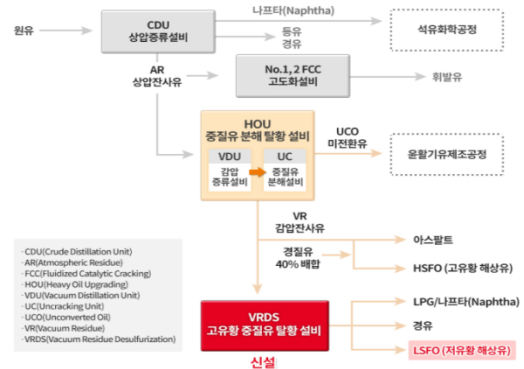
SK이노베이션은 VRDS 설치를 위하여 약 1조원을 투자하기로 했다. VRDS는 잔사유를 원료로 수첨 탈황반응을 일으켜 경질유 및 저유황유를 생산하는 설비이며, SK이노베이션은 이번 VRDS 투자를 통하여 LPG/나프타 2천B/D, 디젤 6천B/D, LSFO 34천B/D를 생산/판매하여, 연간 3,000억원 수준의 EBITDA를 추가적으로 창출(IRR 15%)할 수 있을 것으로 보인다. VRDS 완공 후 SK이노베이션의 저유황유 생산량은 약 200만톤에서 400만톤으로 확대되며, 국내 1위 저유황유 공급자가 될 것으로 예상된다.

세계 Residual Fueloil/Bunker 수요 추이/전망



자료: Shell, 키움증권 리서치

SK이노베이션 VRDS 계통도



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

V. 실적 전망 및 Valuation

>>> 실적 전망

3분기 실적, 시장 기대치 크게 상회 전망

SK이노베이션의 올해 3분기 영업이익은 8,109억원으로 최근 높아진 시장 기대치를 상회할 전망이다. 윤활기유부문의 부정적 래깅 효과 발생에도 불구하고, 유가 상승에 따른 재고평가이익 증가 및 PX 스프레드 급등으로 인한 석유화학부문 실적 개선에 기인한다.

1) 정유부문 영업이익은 4,085억원(YoY -22.4%, QoQ -23.4%)을 기록할 전망이다. 작년 대비/전분기 대비 모두 감익된 수치이나, 전 분기 2천억원이 넘는 재고평가이익이 발생하였음을 고려하면 견조한 실적으로 판단된다. 2) 석유화학부문 영업이익은 3,313억원(YoY +1.6%, QoQ +39.4%)을 기록할 전망이다. 나프타 가격 상승으로 올레핀부문의 감익이 예상되나, 최근 폴리에스터 수요 증가 및 일부 PX 플랜트들의 생산차질로 PX 스프레드가 급등하였고, 전 분기 일부 PX 공정 정기보수에 따른 물량 증가 효과 때문이다. 3) 윤활기유부문 영업이익은 1,070억원(YoY -25.7%, QoQ -15.1%)을 기록할 전망이다. 타 석유제품 대비 Lagging 타임이 길어, 부정적 래깅 효과가 발생할 것으로 예상되고, 사우디아라비아 등에서 일부 저가 물량이 유입되었기 때문이다.

SK이노베이션 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	11,370	10,541	11,759	12,590	12,166	13,438	15,653	15,034	65,861	48,356	39,521	46,261	56,291
석유	8,064	7,388	8,429	9,457	8,687	9,773	11,621	11,263	49,056	35,300	28,370	33,337	41,344
화학	2,333	2,164	2,292	2,550	2,439	2,532	2,756	2,541	12,639	9,288	7,687	9,339	10,267
윤활유	729	757	750	812	780	818	926	898	2,988	2,622	2,536	3,047	3,423
석유개발/기타	262	252	289	301	260	316	350	331	1,204	1,150	928	1,103	1,256
영업이익	1,004	419	964	845	712	852	811	811	-183	1,980	3,228	3,232	3,185
%OP	8.8%	4.0%	8.2%	6.7%	5.8%	6.3%	5.2%	5.4%	-0.3%	4.1%	8.2%	7.0%	5.7%
석유	454	13	526	509	325	533	408	376	-992	1,299	1,939	1,502	1,643
화학	455	334	326	263	285	238	331	339	359	431	919	1,377	1,193
윤활유	95	120	144	146	129	126	107	134	290	295	469	505	495
석유개발/기타	1	-45	-33	-73	-27	-46	-36	-38	119	-45	-98	-150	-147

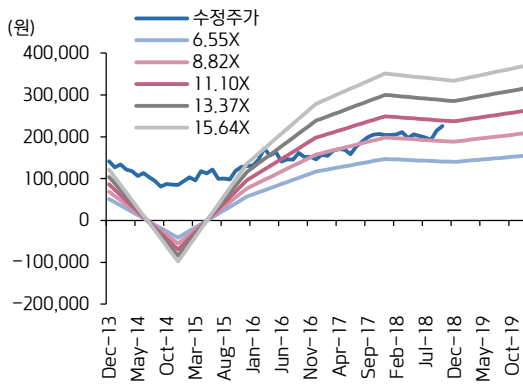
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

>>> Valuation

투자 의견 Buy(유지), 목표주가 280,000원(유지)

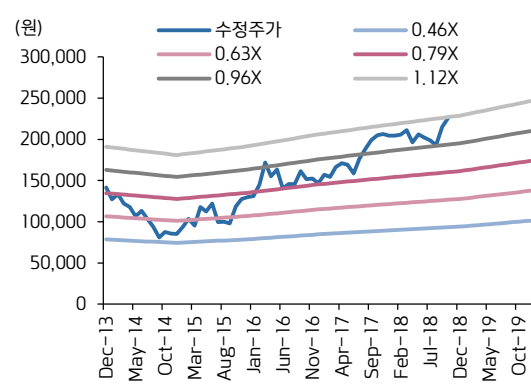
SK이노베이션에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 280,000원을 유지한다. SK이노베이션에 대해 투자 의견 Buy(매수)를 유지하는 이유는 1) 2020년까지 세계 정제설비 순증 물량은 수요 순증을 하회할 것으로 예상되며, 2) VRDS 투자로 IMO 선박 연료유 규제에 따른 반사 수혜가 전망되고, 3) 중국 등의 신규 PX 설비들의 가동 지연으로 PX 업황은 내년 하반기까지 강세 기조를 유지할 것으로 보이며, 4) 신성장사업인 분리막/배터리의 공격적 Capex 투입으로 향후 성장 모멘텀을 확보하였고, 5) 유가 상승 및 북미 E&P 사업 인수로 E&P부분의 추가적인 실적 개선이 예상되며, 6) 3년 연속 3조원 이상의 영업이익 기록 전망으로 연말 예상 배당도 견고할 것으로 추정되기 때문이다.

SK이노베이션 PER Band



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

SK이노베이션 PBR Band



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	483,563	395,205	462,609	562,905	608,693
매출원가	441,968	345,617	409,052	511,855	551,160
매출총이익	41,595	49,588	53,557	51,050	57,533
판매비및일반관리비	21,799	17,305	21,213	19,200	20,087
영업이익(보고)	19,796	32,283	32,344	31,850	37,446
영업이익(핵심)	19,796	32,283	32,344	31,850	37,446
영업외손익	-3,254	-8,050	4	-1,090	-228
이자수익	565	855	760	1,210	1,842
배당금수익	91	92	86	98	162
외환이익	12,477	13,066	12,113	10,970	10,452
이자비용	2,676	2,530	2,063	2,325	2,622
외환손실	14,267	13,446	11,108	11,844	11,292
관계기업지분법손익	2,570	-1,240	3,113	1,728	1,959
투자및기타자산처분손익	-11	-170	-171	-386	-416
금융상품평가및기타금융이익	523	-943	-1,488	-689	-442
기타	-2,527	-3,734	-1,239	148	129
법인세차감이익	16,541	24,234	32,348	30,760	37,218
법인세비용	6,566	7,019	10,791	8,006	8,188
유효법인세율 (%)	39.7%	29.0%	33.4%	26.0%	22.0%
당기순이익	8,677	17,214	21,451	22,790	29,030
지배주주지분순이익(억원)	8,149	16,713	21,038	22,173	28,269
EBITDA	29,311	41,427	41,344	40,335	46,436
현금순이익(Cash Earnings)	18,192	26,358	30,452	31,275	38,019
수정당기순이익	8,368	18,004	22,556	23,866	29,888
증감율(% YoY)					
매출액	-26.6	-18.3	17.1	21.7	8.1
영업이익(보고)	N/A	63.1	0.2	-1.5	17.6
영업이익(핵심)	N/A	63.1	0.2	-1.5	17.6
EBITDA	386.8	41.3	-0.2	-2.4	15.1
지배주주지분 당기순이익	N/A	105.1	25.9	5.4	27.5
EPS	N/A	105.1	25.9	5.4	27.5
수정순이익	N/A	115.2	25.3	5.8	25.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	40,857	36,778	21,802	22,748	32,948
당기순이익	8,677	17,214	21,451	22,790	29,030
평가상각비	8,032	7,991	7,910	7,475	8,054
무형자산상각비	1,483	1,153	1,090	1,010	935
외환손익	445	293	-755	874	840
자산처분손익	518	287	392	386	416
지분법손익	-490	-854	-1,706	-1,728	-1,959
영업활동자산부채 증감	15,605	2,680	-12,142	-7,513	-3,430
기타	6,588	8,014	5,562	-547	-938
투자활동현금흐름	-13,454	-20,561	-10,661	-23,989	-20,948
투자자산의 처분	-7,636	-14,337	6,374	-5,916	-2,701
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	-73	-247
재무활동현금흐름	-27,683	-20,186	-16,707	1,808	1,066
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	-7,376	-7,058
기타	0	12	-35	1,984	923
현금및현금성자산의순증가	811	-3,755	-6,405	567	13,065
기초현금및현금성자산	29,386	30,197	26,442	20,037	20,605
기말현금및현금성자산	30,197	26,442	20,037	20,605	33,670
Gross Cash Flow	25,253	34,097	33,944	30,261	36,378
Op Free Cash Flow	30,127	28,141	8,331	14,822	25,006

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	128,422	149,877	162,192	193,579	220,715
현금및현금성자산	30,197	26,442	20,037	20,605	33,670
유동금융자산	18,325	31,115	23,394	28,466	30,781
매출채권및유동채권	44,017	47,595	58,802	71,550	77,370
재고자산	35,598	44,453	59,786	72,748	78,666
기타유동비금융자산	286	273	173	210	228
비유동자산	185,177	175,936	180,244	191,753	203,066
장기매출채권및기타비유동채권	217	248	285	347	375
투자자산	26,784	25,673	28,203	30,448	32,890
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	385,332	423,780
유동부채	74,940	87,365	99,548	117,845	126,198
매입채무및기타유동채무	50,808	65,288	78,110	95,044	102,776
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	7,648	8,270
비유동부채	68,195	55,397	49,795	58,979	67,103
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	61,301	48,697	40,626	47,826	55,026
기타비유동부채	6,894	6,700	9,168	11,153	12,076
부채총계	143,135	142,763	149,343	176,824	193,301
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	135,681	157,312
기타자본	2,883	2,805	-1,077	-1,077	-1,077
지배주주지분자본총계	158,897	171,032	180,858	196,122	217,753
비지배주주지분자본총계	11,566	12,019	12,236	12,385	12,727
자본총계	170,463	183,050	193,093	208,507	230,479
순차입금	33,227	8,140	12,348	13,909	5,728
총차입금	81,748	65,697	55,779	62,979	70,179

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	8,696	17,834	22,449	23,660	30,165
BPS	169,556	182,504	192,989	209,277	232,359
주당EBITDA	31,277	44,206	44,118	43,040	49,550
CFPS	19,412	28,126	32,494	33,373	40,570
DPS	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	14.9	8.2	9.1	8.9	7.0
PBR	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.5	3.6	5.0	5.4	4.5
PCFR	6.7	5.2	6.3	6.3	5.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	8.2	7.0	5.7	6.2
영업이익률(핵심)	4.1	8.2	7.0	5.7	6.2
EBITDA margin	6.1	10.5	8.9	7.2	7.6
순이익률	1.8	4.4	4.6	4.0	4.8
자기자본이익률(ROE)	5.2	9.7	11.4	11.3	13.2
투자자본이익률(ROIC)	6.0	13.0	12.1	16.5	18.0
안정성(%)					
부채비율	84.0	78.0	77.3	84.8	83.9
순차입금비율	19.5	4.4	6.4	6.7	2.5
이자보상배율(배)	7.4	12.8	15.7	13.7	14.3
활동성(배)					
매출채권회전율	9.0	8.6	8.7	8.6	8.2
재고자산회전율	11.0	9.9	8.9	8.5	8.0
매입채무회전율	8.2	6.8	6.5	6.5	6.2

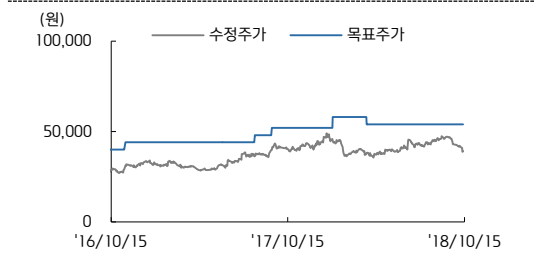
투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
SKC (011790)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	40,000원	6개월	-29.7	-20.6
	2016/09/29	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-29.7	-20.6
	2016/09/30	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-29.7	-20.6
	2016/10/14	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-29.5	-20.6
	2016/11/14	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-27.5	-23.0
	2017/01/05	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-27.7	-23.0
	2017/02/10	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-27.5	-23.0
	2017/03/13	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-29.3	-23.0
	2017/05/23	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-29.8	-29.0
	2017/05/26	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-26.6	-21.8
	2017/07/04	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-24.8	-14.8
	2017/07/17	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-22.3	-12.8
	2017/08/08	Buy(Maintain)	48,000원	6개월	-22.1	-20.6
	2017/08/29	Buy(Maintain)	48,000원	6개월	-22.1	-17.0
	2017/09/12	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-20.7	-16.5
	2017/10/16	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-21.7	-16.5
	2017/11/09	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-18.6	-5.8
	2018/01/16	Buy(Maintain)	58,000원	6개월	-23.9	-21.9
	2018/02/06	Buy(Maintain)	58,000원	6개월	-29.7	-21.9
	2018/02/27	Buy(Maintain)	58,000원	6개월	-30.9	-21.9
	2018/03/27	Buy(Maintain)	54,000원	6개월	-30.5	-28.0
	2018/05/04	Buy(Maintain)	54,000원	6개월	-28.9	-25.5
	2018/06/05	Buy(Maintain)	54,000원	6개월	-28.5	-23.4
	2018/06/12	Buy(Maintain)	54,000원	6개월	-25.0	-15.6
	2018/08/07	Buy(Maintain)	54,000원	6개월	-22.4	-12.3
	2018/10/15	Buy(Maintain)	54,000원	6개월		
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

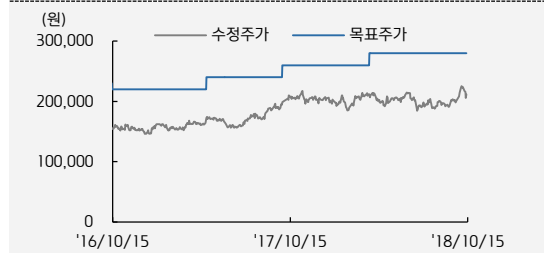
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)

SKC(011790)



SK이노베이션(096770)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%