



BUY(Maintain)

목표주가: 280,000원

주가(11/2): 207,000원

시가총액: 193,039억원

화학/정유
Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/2)	2,096.00pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	225,500원	184,500원
등락률	-8.20%	12.20%
수익률	절대	상대
1W	-8.2%	1.1%
6M	-0.7%	18.7%
1Y	1.2%	23.0%

Company Data

발행주식수	93,714천주
일평균 거래량(3M)	218천주
외국인 지분율	39.11%
배당수익률(18E)	3.86%
BPS(18E)	207,356원
주요 주주	SK 외 2인
	33.42%
	국민연금관리공단
	10.00%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	395,205	462,609	557,448	610,681
보고영업이익	32,283	32,344	32,788	35,589
핵심영업이익	32,283	32,344	32,788	35,589
EBITDA	41,427	41,344	41,273	44,579
세전이익	24,234	32,348	29,343	32,935
순이익	17,214	21,451	20,942	25,689
자체주주지분순이익	16,713	21,038	20,373	25,016
EPS(원)	17,834	22,449	21,739	26,694
증감률(%YoY)	105.1	25.9	-3.2	22.8
PER(배)	8.2	9.1	9.5	7.8
PBR(배)	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	3.6	5.0	5.2	4.7
보고영업이익률(%)	8.2	7.0	5.9	5.8
핵심영업이익률(%)	8.2	7.0	5.9	5.8
ROE(%)	9.7	11.4	10.5	11.9
순부채비율(%)	4.4	6.4	7.4	4.8

Price Trend



실적 Review

SK이노베이션 (096770)

3분기 영업이익, 시장 기대치 상회



SK이노베이션의 올해 3분기 영업이익은 8,358억원을 기록하며, 최근 높아진 시장 기대치를 상회하였습니다. 석유부문의 재고평가이익 감소에도 불구하고, 폴리에스터 수요 증가에 따른 PX 스프레드 개선 및 윤활기유 고부가제품 확대에 기인합니다. 한편 동사는 IMO 선박유 규제에 대응하기 위하여, VRDS 설비를 건설 중에 있으며, VRDS 완공 후 연간 3,000억원 수준의 이익이 전사 실적에 추가될 전망입니다.

>>> 3분기 실적, PX가 견인

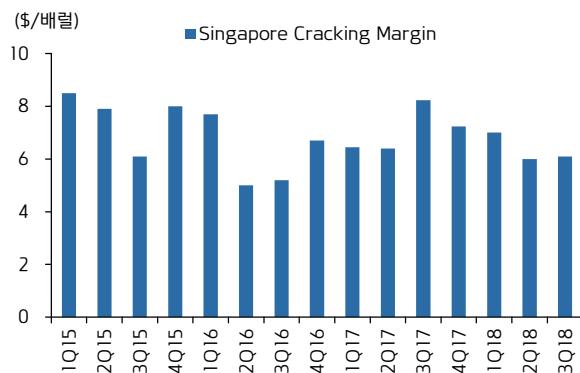
SK이노베이션의 올해 3분기 실적은 매출액 14조9,587억원(YoY +27.6%, QoQ +11.3%), 영업이익 8,358억원(YoY -12.7%, QoQ -1.9%)을 기록하며, 최근 높아진 시장 기대치(영업이익 7,907억원)를 상회하였다. 석유사업부문의 전 분기 대비 재고평가이익 감소(QoQ -713억원)에도 불구하고, 폴리에스터 수요 증가로 PX 스프레드가 급격히 증가하였고, 고부가제품 판매 확대 등으로 윤활유부문이 소폭 증익되었기 때문이다.

1) 석유부문 영업이익은 4,084억원으로 전 분기 대비 22.4% 감소하였다. 정제마진은 전 분기와 유사하게 유지되었지만, 재고평가이익 감소(QoQ - 713 억원) 및 일부 일부 운영비 증가에 기인한다. 2) 화학부문 영업이익은 3,455 억원으로 전 분기 대비 45.4% 증가하였다. 나프타 가격 상승으로 올레핀부문의 실적은 감소하였지만, 방향족 중 PX의 경우 다운스트림인 폴리에스터 수요 호조 및 공급 차질로 스프레드가 전 분기 대비 50% 이상 상승하였기 때문이다. 3) 윤활유부문 영업이익은 1,320억원으로 전 분기 대비 4.7% 증가하였다. 역내/외 윤활기유 시장의 업황 둔화에도 불구하고, 동사의 주력 제품인 Group III 윤활기유는 Group I/II 대비 견고한 스프레드를 유지하였고, 고마진 시장 판매를 확대하였기 때문이다. 4) 석유개발부문 영업이익은 718억원으로 전 분기 대비 21.1% 증가하였다. 7월 페루 광구(56) 정기보수 영향에 따른 판매량 감소에도 유가 상승에 따른 판매 단가 상승에 기인한다.

>>> 국내 1위 저유황유 공급자 등극

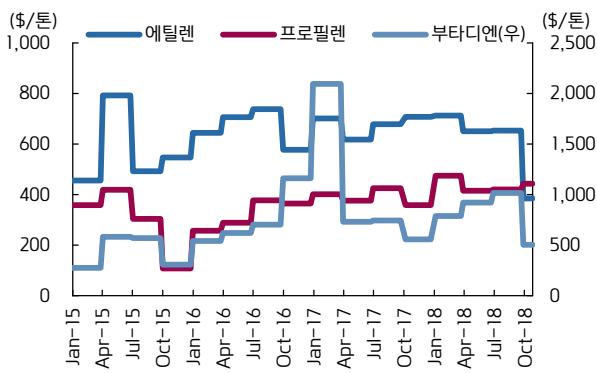
동사는 VRDS 설치를 위하여 약 1조원을 투자하기로 했다. VRDS는 잔사유를 원료로 수첨탈황반응을 일으켜 경질유 및 저유황유를 생산하는 설비이며, 동사는 VRDS 투자를 통하여 LPG/나프타 2천B/D, 디젤 6천B/D, LSFO 34천 B/D를 생산/판매하여, 연간 3,000억원 수준의 EBITDA를 추가적으로 창출할 수 있을 것으로 보인다. VRDS 완공 후 동사의 저유황유 생산량은 약 200만 톤에서 400만톤으로 확대되며, 국내 1위 저유황유 공급자가 될 것으로 예상된다. 한편 동사의 현재 VRDS 공정률은 27% 수준으로 보인다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 280,000원을 유지한다.

싱가폴 크래킹 마진 추이



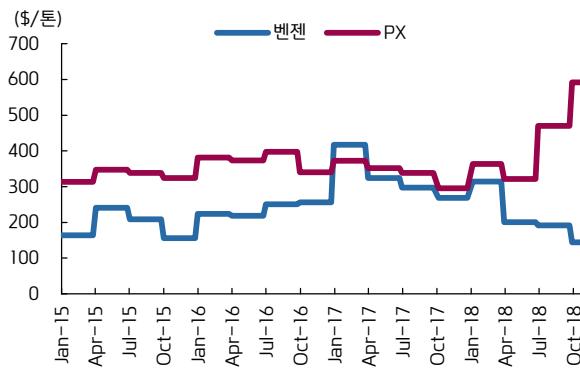
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주요 올레핀 제품 스프레드 추이



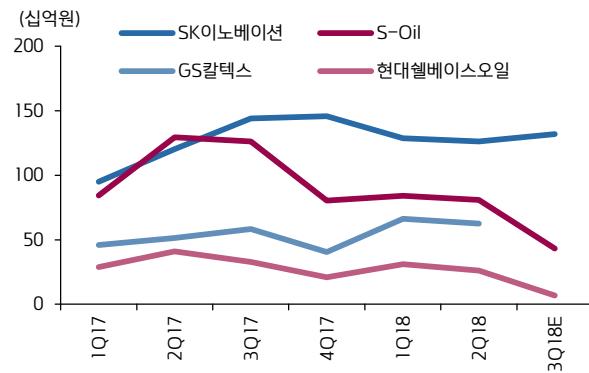
자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

주요 아로마틱 제품 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

국내 윤활유 업체 영업이익 추이



자료: 각사, 키움증권 리서치

SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	11,370	10,541	11,759	12,590	12,166	13,438	14,959	15,182	65,861	48,356	39,521	46,261	55,745
석유	8,064	7,388	8,429	9,457	8,687	9,773	10,900	11,263	49,056	35,300	28,370	33,337	40,623
화학	2,333	2,164	2,292	2,550	2,439	2,532	2,886	2,657	12,639	9,288	7,687	9,339	10,513
윤활유	729	757	750	812	780	818	823	898	2,988	2,622	2,536	3,047	3,319
석유개발/기타	262	252	289	301	260	316	350	364	1,204	1,150	928	1,103	1,289
영업이익	1,004	419	964	845	712	852	836	880	-183	1,980	3,228	3,234	3,279
%OP	8.8%	4.0%	8.2%	6.7%	5.8%	6.3%	5.6%	5.8%	-0.3	4.1	8.2	7.0	5.9
석유	454	13	526	509	325	533	408	426	-992	1,299	1,939	1,502	1,693
화학	455	334	326	263	285	238	346	339	359	431	919	1,377	1,207
윤활유	95	120	144	146	129	126	132	169	290	295	469	505	556
석유개발/기타	1	-45	-33	-73	-27	-46	-50	-55	119	-45	-98	-150	-178

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	483,563	395,205	462,609	557,448	610,681
매출원가	441,968	345,617	409,052	505,640	554,940
매출총이익	41,595	49,588	53,557	51,808	55,742
판매비및일반관리비	21,799	17,305	21,213	19,020	20,152
영업이익(보고)	19,796	32,283	32,344	32,788	35,589
영업이익(핵심)	19,796	32,283	32,344	32,788	35,589
영업외손익	-3,254	-8,050	4	-3,445	-2,655
이자수익	565	855	760	1,201	1,839
배당금수익	91	92	86	97	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	1,580	1,775
투자및기타자산처분손익	-11	-170	-171	-386	-416
금융상품평가및기타금융이익	523	-943	-1,488	-1,775	-434
기타	-2,527	-3,734	-1,239	-962	-2,119
법인세차감전이익	16,541	24,234	32,348	29,343	32,935
법인세비용	6,566	7,019	10,791	8,437	7,246
유효법인세율 (%)	39.7%	29.0%	33.4%	28.8%	22.0%
당기순이익	8,677	17,214	21,451	20,942	25,689
지배주주지분순이익(억원)	8,149	16,713	21,038	20,373	25,016
EBITDA	29,311	41,427	41,344	41,273	44,579
현금순이익(Cash Earnings)	18,192	26,358	30,452	29,427	34,679
수정당기순이익	8,368	18,004	22,556	23,104	26,539
증감율(% YoY)					
매출액	-26.6	-18.3	17.1	20.5	9.5
영업이익(보고)	N/A	63.1	0.2	1.4	8.5
영업이익(핵심)	N/A	63.1	0.2	1.4	8.5
EBITDA	386.8	41.3	-0.2	-0.2	8.0
지배주주지분 당기순이익	N/A	105.1	25.9	-3.2	22.8
EPS	N/A	105.1	25.9	-3.2	22.8
수정순이익	N/A	115.2	25.3	2.4	14.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	128,422	149,877	162,192	190,832	216,240
현금및현금성자산	30,197	26,442	20,037	19,534	28,585
유동금융자산	18,325	31,115	23,394	28,190	30,881
매출채권및유동채권	44,017	47,595	58,802	70,856	77,623
재고자산	35,598	44,453	59,786	72,043	78,923
기타유동비금융자산	286	273	173	208	228
비유동자산	185,177	175,936	180,244	191,555	202,750
장기매출채권및기타비유동채권	217	248	285	344	376
투자자산	26,784	25,673	28,203	30,253	32,574
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	382,387	418,991
유동부채	74,940	87,365	99,548	116,850	126,561
매입채무및기타유동채무	50,808	65,288	78,110	94,123	103,111
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	7,574	8,297
비유동부채	68,195	55,397	49,795	58,878	67,139
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	61,301	48,697	40,626	47,826	55,026
기타비유동부채	6,894	6,700	9,168	11,052	12,113
부채총계	143,135	142,763	149,343	175,728	193,700
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	133,881	152,261
기타자본	2,883	2,805	-1,077	-1,077	-1,077
지배주주지분자본총계	158,897	171,032	180,858	194,322	212,702
비지배주주지분자본총계	11,566	12,019	12,236	12,337	12,589
자본총계	170,463	183,050	193,093	206,659	225,290
순차입금	33,227	8,140	12,348	15,256	10,713
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	21,457	29,234
당기순이익	8,677	17,214	21,451	20,942	25,689
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	874	840
자산처분손익	518	287	392	386	416
지분법손익	-490	-854	-1,706	-1,580	-1,775
영업활동자산부채 증감	15,605	2,680	-12,142	-7,104	-3,987
기타	6,588	8,014	5,562	-547	-937
투자활동현금흐름	-13,454	-20,561	-10,661	-23,667	-21,388
투자자산의 처분	-7,636	-14,337	6,374	-5,594	-3,141
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	1,707	1,203
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	1,884	1,061
현금및현금성자산의순증가	811	-3,755	-6,405	-503	9,050
기초현금및현금성자산	29,386	30,197	26,442	20,037	19,534
기말현금및현금성자산	30,197	26,442	20,037	19,534	28,585
Gross Cash Flow	25,253	34,097	33,944	28,561	33,222
Op Free Cash Flow	30,127	28,141	8,331	16,169	22,591

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	8,696	17,834	22,449	21,739	26,694
BPS	169,556	182,504	192,989	207,356	226,969
주당EBITDA	31,277	44,206	44,118	44,041	47,569
CFPS	19,412	28,126	32,494	31,401	37,005
DPS	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	14.9	8.2	9.1	9.5	7.8
PBR	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.5	3.6	5.0	5.2	4.7
PCFR	6.7	5.2	6.3	6.6	5.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	8.2	7.0	5.9	5.8
영업이익률(핵심)	4.1	8.2	7.0	5.9	5.8
EBITDA margin	6.1	10.5	8.9	7.4	7.3
순이익률	1.8	4.4	4.6	3.8	4.2
자기자본이익률(ROE)	5.2	9.7	11.4	10.5	11.9
투하자본이익률(ROIC)	6.0	13.0	12.1	17.0	17.2
안정성(%)					
부채비율	84.0	78.0	77.3	85.0	86.0
순차입금비율	19.5	4.4	6.4	7.4	4.8
이자보상배율(배)	7.4	12.8	15.7	14.1	13.6
활동성(배)					
매출채권회전율	9.0	8.6	8.7	8.6	8.2
재고자산회전율	11.0	9.9	8.9	8.5	8.1
매입채무회전율	8.2	6.8	6.5	6.5	6.2

Compliance Notice

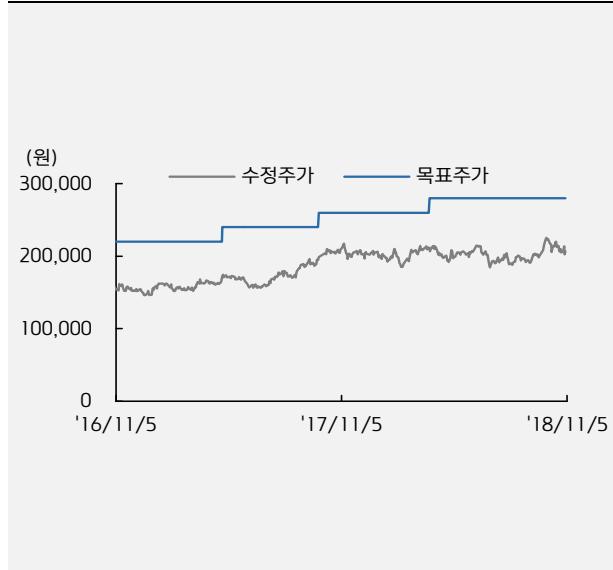
- 당사는 11월 2일 현재 'SK이노베이션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	괴리율(%)	
					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	-25.7	-23.6
	2018/04/17	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-28.5	-23.2
	2018/10/15	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-24.9	-21.4
	2018/11/05	Buy(Maintain)	280,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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 (2017/10/01~2018/09/30)

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