



## BUY(Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(10/28): 155,500원

시가총액: 144,906억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (10/28)	2,019.42pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	178,000원	114,000원
등락률	-12.64%	36.40%
수익률	절대	상대
1W	1.3%	3.0%
6M	-1.0%	-1.9%
1Y	35.8%	37.4%

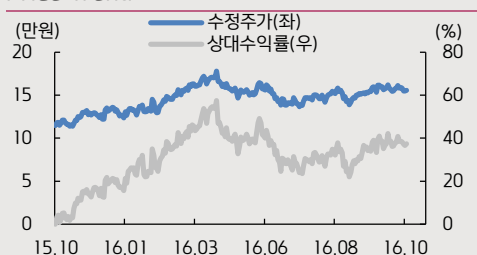
## Company Data

발행주식수	93,714천주	
일평균 거래량(3M)	266천주	
외국인 지분율	41.37%	
배당수익률(16E)	2.06%	
BPS(16E)	183,710원	
주요 주주	SK 외 2인	33.42%
	국민연금관리공단	10.07%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	483,563	398,234	467,036	487,166
보고영업이익	19,796	27,945	29,565	27,483
핵심영업이익	19,796	27,945	29,565	27,483
EBITDA	29,311	36,901	38,376	36,435
세전이익	16,541	23,514	23,859	21,468
순이익	8,677	17,819	18,610	16,745
지배주주지분순이익	8,149	17,434	18,182	16,359
EPS(원)	8,696	18,604	19,401	17,457
증감률(%YoY)	N/A	113.9	4.3	-10.0
PER(배)	14.9	8.4	8.0	8.9
PBR(배)	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	5.5	4.4	4.0	4.0
보고영업이익률(%)	4.1	7.0	6.3	5.6
핵심영업이익률(%)	4.1	7.0	6.3	5.6
ROE(%)	5.2	10.1	9.7	8.1
순부채비율(%)	19.5	7.7	2.7	-1.8

## Price Trend



## 기업분석

## SK이노베이션 (096770)

## 내년, 대규모 T/A 제한으로 3년 연속 증익 지속



SK이노베이션의 올해 3분기 영업이익은 4,149억원으로 시장기대치를 소폭 하회하였다. 비석유사업부문은 견고한 스프레드를 지속하였지만, 석유사업부문이 계절적 비수기, 부정적 환율 효과, 재고평가이익 제거 등으로 전 분기 대비 이익 감소가 컸으며, 일부 석유화학 정기보수로 인한 조업일수 감소가 반영되었기 때문이다. 다만 올해 영업이익은 2012년 이후 최고치를 달성할 것으로 전망되는 가운데 내년은 석유/화학/윤활기유 등 모든 사업의 대규모 정기보수 제한으로 증익 추세가 이어질 전망이다.

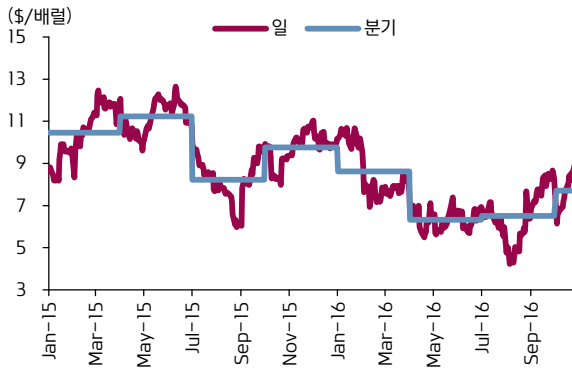
## &gt;&gt;&gt; 3분기 실적, 시장기대치 미달

SK이노베이션의 올해 3분기 실적은 매출액 9조7,030억원(YoY -22.0%, QoQ -5.6%), 영업이익 4,149억원(YoY +12.0%, QoQ -62.9%, OPM: 4.3%)을 기록하며 시장기대치(영업이익: 4,638억원)를 하회하였다. 이는 화학/윤활기유 등 비석유사업부문이 여전히 견고한 스프레드를 유지하였음에도 불구하고 석유사업부문이 전 분기 크게 발생하였던 재고평가이익의 제거로 전 분기 대비 영업이익이 87.0% 감소하였고, 화학사업부문은 정기보수 영향으로 NCC 및 PE/PP 가동률이 전 분기 100% 수준에서 80% 중반까지 감소하였기 때문이다. 사업부문별로는 1) 석유사업부문(SK에너지) 영업이익은 부정적 환율 요인, 재고평가이익 제거, 중국 Teapot 가동률 상승에 따른 역대 수출 경쟁 심화 등으로 전 분기 대비 87.0% 감소한 919억원을 기록하였다. 2) 화학사업부문(SK종합화학) 영업이익은 경쟁업체 정기보수로 인한 수급타이트로 올레핀/방향족 스프레드 견조세 지속에도 불구하고 SK종합화학의 NCC 및 유도체 정기보수 진행으로 전 분기 대비 28.8% 감소한 2,154억원을 기록하였다. 3) 윤활유사업부문(SK루브리컨츠) 영업이익은 부정적 환율 요인, 올해 하반기 중동 신규 공급 물량 증가에 따른 Group III 스프레드 하락으로 전 분기 대비 12.0% 감소한 1,170억원을 기록하였다. 다만 동사의 윤활유사업부문은 고부가 제품믹스를 바탕으로 하며 올해 3분기 19.5%의 영업이익률을 기록하였다. 4) 석유개발사업/기타부문(SK이노베이션)은 영업손실이 전 분기 대비 119억원 감소한 94억원을 기록하였다. 판매량/단가 인상에 따른 석유개발사업의 증익(2Q16 166억원→3Q16 366억원) 및 LiBS 생산성 증대에 따른 판매량 증가로 정보전자 소재사업도 증익 추세가 이어지고 있기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 내년, 정기보수 제한으로 물량 증대 효과 고려할 필요

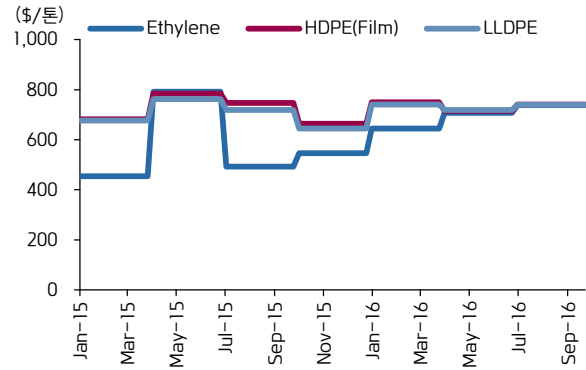
동사의 올해 4분기 영업이익은 올해 3분기와 유사한 수준을 기록할 전망이다. 석유사업부문은 4분기가 계절적 최대 성수기로 중간유분 크랙 마진이 추가적으로 상승하여 전 분기 대비 61.2% 증익이 가능할 것으로 전망되나, 10월 SK인천석유화학 전 사업장, 11월 일부 울산 공장의 정기보수 및 일회성 비용 등을 고려하였기 때문이다. 다만 올해 영업이익은 2012년 이후 최고치를 달성할 것으로 전망되는 가운데 내년도 석유/화학/윤활기유 등 모든 사업부문의 대규모 정기보수의 제한에 따른 물량 증대로 3년 연속 증익 추세가 이어질 전망이다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 22만원 유지한다.

## 싱가폴 복합정제마진 추이(추정)



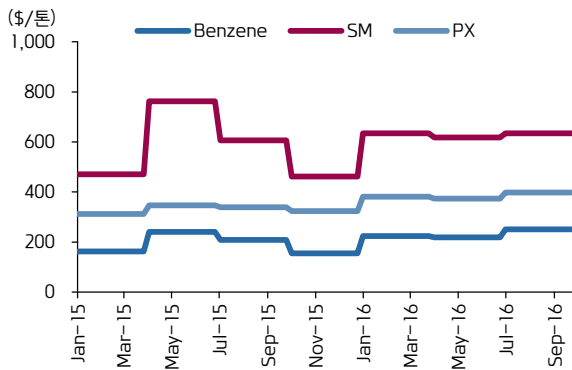
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

## 올레핀 스프레드 추이



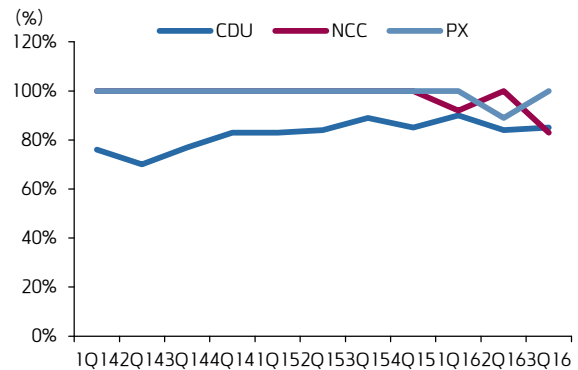
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 방향족 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## SK이노베이션 CDU/NCC/PX 가동률 추이



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

## SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2014	2015	2016E	2017E
매출액	12,044	12,997	12,447	10,868	9,458	10,280	9,703	10,382	65,861	48,356	39,823	46,704
에너지	8,985	9,514	9,036	7,764	6,646	7,443	7,025	7,557	49,056	35,300	28,671	34,155
종합화학	2,210	2,586	2,354	2,139	1,968	1,945	1,834	1,970	12,639	9,288	7,717	8,495
루브리컨츠	620	656	665	681	622	653	599	589	2,988	2,622	2,463	2,876
이노베이션	231	242	392	285	222	239	245	266	1,204	1,150	972	1,177
영업이익	334	1,000	364	282	845	1,120	415	415	-183	1,980	2,795	2,956
%OP	2.8%	7.7%	2.9%	2.6%	8.9%	10.9%	4.3%	4.0%	-0.3%	4.1%	7.0%	6.3%
에너지	153	755	107	285	491	705	92	148	-992	1,299	1,436	1,334
종합화학	116	243	120	-47	224	303	215	196	359	431	938	1,098
루브리컨츠	57	42	83	114	132	133	117	96	290	295	478	512
이노베이션	-4	-51	54	-45	-2	-21	-9	-25	119	-45	-58	12

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	658,607	483,563	398,234	467,036	487,166
매출원가	642,444	441,968	355,532	422,059	443,606
매출총이익	16,163	41,595	42,702	44,977	43,560
판매비및일반관리비	17,991	21,799	14,757	15,412	16,076
영업이익(보고)	-1,828	19,796	27,945	29,565	27,483
영업이익(핵심)	-1,828	19,796	27,945	29,565	27,483
영업외손익	-2,539	-3,254	-4,431	-5,706	-6,016
이자수익	586	565	742	562	613
배당금수익	107	91	72	66	72
외환이익	15,456	12,477	16,083	15,860	15,833
이자비용	2,430	2,676	2,782	3,121	3,334
외환손실	17,540	14,267	14,663	14,102	14,022
관계기업지분법손익	1,308	2,570	279	442	465
투자및기타자산처분손익	-193	-11	0	-1	-1
금융상품평가및기타금융이익	324	523	663	740	774
기타	-157	-2,527	-4,826	-6,151	-6,416
법인세차감전이익	-4,367	16,541	23,514	23,859	21,468
법인세비용	-36	6,566	5,695	5,249	4,723
유효법인세율 (%)	0.8%	39.7%	24.2%	22.0%	22.0%
당기순이익	-5,372	8,677	17,819	18,610	16,745
지배주주지분순이익(억원)	-5,888	8,149	17,434	18,182	16,359
EBITDA	6,022	29,311	36,901	38,376	36,435
현금순이익(Cash Earnings)	2,478	18,192	26,774	27,422	25,696
수정당기순이익	-5,502	8,368	17,156	17,872	15,971
증감율(% YoY)					
매출액	-0.3	-26.6	-17.6	17.3	4.3
영업이익(보고)	N/A	N/A	41.2	5.8	-7.0
영업이익(핵심)	N/A	N/A	41.2	5.8	-7.0
EBITDA	-71.0	386.8	25.9	4.0	-5.1
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	113.9	4.3	-10.0
EPS	N/A	N/A	113.9	4.3	-10.0
수정순이익	N/A	N/A	105.0	4.2	-10.6

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	9,271	40,857	30,926	23,263	24,099
당기순이익	-5,372	8,677	17,819	18,610	16,745
감가상각비	7,001	8,032	7,594	7,562	7,804
무형자산상각비	849	1,483	1,361	1,250	1,148
외환손익	1,055	445	-1,421	-1,758	-1,811
자산처분손익	535	518	0	1	1
지분법손익	-1,485	-490	-279	-442	-465
영업활동자산부채 증감	8,073	15,605	4,522	-3,646	-1,067
기타	-1,384	6,588	1,329	1,685	1,746
투자활동현금흐름	-25,694	-13,454	-3,168	-15,092	-12,905
투자자산의 처분	-3,525	-7,636	3,903	-2,996	-805
유형자산의 처분	812	1,002	0	0	0
유형자산의 취득	-16,351	-4,488	-7,000	-12,000	-12,000
무형자산의 처분	-6,647	-2,444	0	0	0
기타	17	112	-71	-95	-100
재무활동현금흐름	17,099	-27,683	-1,992	3,961	3,301
단기차입금의 증가	-671	-37,435	0	0	0
장기차입금의 증가	20,422	9,752	3,500	6,000	6,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-2,996	0	-4,474	-2,983	-2,983
기타	344	0	-1,018	944	284
현금및현금성자산의순증가	900	811	25,766	12,133	14,495
기초현금및현금성자산	28,486	29,386	30,197	55,963	68,096
기말현금및현금성자산	29,386	30,197	55,963	68,096	82,591
Gross Cash Flow	1,198	25,253	26,404	26,909	25,166
Op Free Cash Flow	-8,889	30,127	34,422	22,730	23,368

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	148,884	128,422	136,856	162,964	181,548
현금및현금성자산	29,386	30,197	55,963	68,096	82,591
유동금융자산	3,787	18,325	15,091	17,698	18,461
매출채권및유동채권	63,524	44,017	36,250	42,513	44,345
재고자산	52,187	35,598	29,316	34,381	35,863
기타유동비금융자산	0	286	235	276	288
비유동자산	202,129	185,177	182,954	187,170	190,901
장기매출채권및기타비유동채권	267	217	179	209	218
투자자산	26,628	26,784	26,555	27,552	28,224
유형자산	151,262	139,142	138,548	142,986	147,182
무형자산	19,438	16,631	15,269	14,019	12,872
기타비유동자산	4,533	2,404	2,404	2,404	2,404
자산총계	351,013	313,598	319,809	350,134	372,448
유동부채	114,034	74,940	65,324	73,078	75,346
매입채무및기타유동채무	67,552	50,808	41,843	49,072	51,187
단기차입금	30,238	3,893	3,893	3,893	3,893
유동성장기차입금	11,370	16,554	16,554	16,554	16,554
기타유동부채	4,874	3,684	3,034	3,559	3,712
비유동부채	76,369	68,195	70,677	77,621	83,904
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	68,144	61,301	64,801	70,801	76,801
기타비유동부채	8,225	6,894	5,876	6,820	7,104
부채총계	190,403	143,135	136,001	150,699	159,251
자본금	4,686	4,686	4,686	4,686	4,686
주식발행초과금	56,832	56,832	56,832	56,832	56,832
이익잉여금	86,360	94,496	107,760	123,149	136,703
기타자본	2,125	2,883	2,883	2,883	2,883
지배주주지분자본총계	150,003	158,897	172,162	187,550	201,104
비지배주주지분자본총계	10,607	11,566	11,647	11,886	12,094
자본총계	160,611	170,463	183,808	199,436	213,198
순차입금	76,579	33,227	14,194	5,454	-3,803
총차입금	109,752	81,748	85,248	91,248	97,248

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

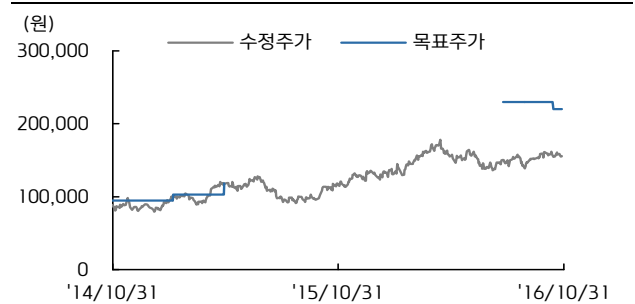
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-6,283	8,696	18,604	19,401	17,457
BPS	160,065	169,556	183,710	200,130	214,593
주당EBITDA	6,425	31,277	39,376	40,950	38,879
CFPS	2,644	19,412	28,570	29,261	27,420
DPS	0	4,800	3,200	3,200	3,200
주당배수(배)					
PER	-13.5	14.9	8.4	8.0	8.9
PBR	0.5	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	24.7	5.5	4.4	4.0	4.0
PCFR	32.2	6.7	5.4	5.3	5.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-0.3	4.1	7.0	6.3	5.6
영업이익률(핵심)	-0.3	4.1	7.0	6.3	5.6
EBITDA margin	0.9	6.1	9.3	8.2	7.5
순이익률	-0.8	1.8	4.5	4.0	3.4
자기자본이익률(ROE)	-3.3	5.2	10.1	9.7	8.1
투자자본이익률(ROIC)	-0.9	6.0	15.7	16.6	15.0
안정성(%)					
부채비율	118.5	84.0	74.0	75.6	74.7
순차입금비율	47.7	19.5	7.7	2.7	-1.8
이자보상배율(배)	N/A	7.4	10.0	9.5	8.2
활동성(배)					
매출채권회전율	10.0	9.0	9.9	11.9	11.2
재고자산회전율	10.7	11.0	12.3	14.7	13.9
매입채무회전율	8.7	8.2	8.6	10.3	9.7

- 당사는 10월 28일 현재 'SK이노베이션 (096770)' 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.

## 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
SK이노베이션 (096770)	2014/11/07	Marketperform(Upgrade)	95,000원
	2014/12/12	Marketperform(Maintain)	95,000원
	2015/02/06	Marketperform(Maintain)	103,000원
	2015/04/30	Marketperform(Maintain)	118,500원
담당자 변경	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	230,000원
	2016/09/06	Buy(Maintain)	230,000원
	2016/10/13	Buy(Maintain)	230,000원
	2016/10/14	Buy(Maintain)	220,000원
	2016/10/28	Buy(Maintain)	220,000원
	2016/10/31	Buy(Maintain)	220,000원

## 목표주가 추이



## 투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%