



BUY(Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(12/23): 146,500원

시가총액: 136,569억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (12/23)	2,035.90pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	178,000원
등락률	-17.70%
수익률	절대
1W	-7.3%
6M	1.0%
1Y	7.7%
	상대
	-9.5%
	-1.4%
	5.8%

Company Data

발행주식수	93,714천주
일평균 거래량(3M)	255천주
외국인 지분율	39.87%
배당수익률(16E)	2.18%
BPS(16E)	185,598원
주요 주주	SK 외 2인
	33.42%
	국민연금관리공단
	10.07%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	483,563	400,055	477,159	486,511
보고영업이익	19,796	30,187	30,498	31,939
핵심영업이익	19,796	30,187	30,498	31,939
EBITDA	29,311	39,142	39,310	40,890
세전이익	16,541	25,525	28,365	29,682
순이익	8,677	19,388	22,125	23,152
자체주주지분순이익	8,149	18,902	21,423	22,418
EPS(원)	8.69%	20,170	22,860	23,922
증감률(%YoY)	N/A	132.0	13.3	4.6
PER(배)	14.9	7.3	6.4	6.1
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	5.5	3.9	3.6	3.1
보고영업이익률(%)	4.1	7.5	6.4	6.6
핵심영업이익률(%)	4.1	7.5	6.4	6.6
ROE(%)	5.2	10.9	11.3	10.8
순부채비율(%)	19.5	6.9	0.5	-6.7

Price Trend



기업분석

SK이노베이션 (096770)

정유년엔 정유조



헷갈릴 때 승자가 나오는 법이다. 60%를 넘어선 중국 Teapot 설비 가동률, OSP 상승 전망, 올해 대비 세계 정제설비 신증설 증가 등 내년 정유 업황에 대한 부정적인 요인들에도 불구하고, SK이노베이션은 내년에도 증익 추세를 이어갈 전망이다. 이는 올해 창사 최대 규모의 정기보수 진행에 따른 기저효과로 내년은 물량 측면의 증가가 전망되며, 비 정유부문의 실적 견조세가 지속될 것으로 예상되기 때문이다.

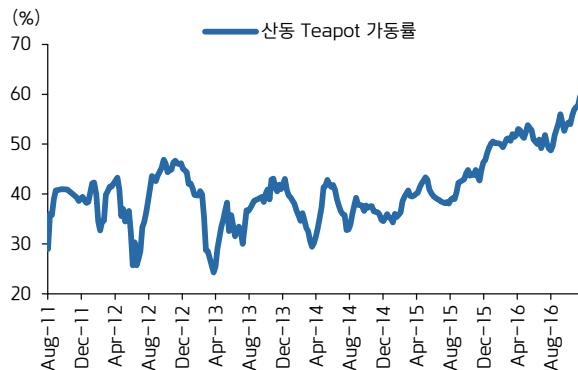
>>> 올해 영업이익, 골든 에이지 시기를 넘어설 전망이지만...

SK이노베이션의 올해 영업이익은 4분기에 주요 사업장의 정기보수 진행에 따른 일회성 비용 증가에도 불구하고 정유부문 성수기로 인한 경제마진 개선, 수출에 우호적 환율 효과, 재고평가이익이 발생하여 전 분기 대비 증익 전환으로 3조 187억원을 기록하며, 2010~2011년 정유주 Golden Age 시기를 넘어서는 수치를 기록할 전망이다. 또한 동사의 순차입금은 2014년 7조 6,579억원에서 올해 1조 2,801억원으로 감소할 것으로 예상된다.

실적 호조세 지속, 재무구조의 급격한 개선에도 동사의 주가는 올해 실적 기준 PER 7.3배로 글로벌 Peer 그룹 대비 과도하게 할인 거래되고 있다. 이는 1) 최근 60%를 넘어선 중국 Teapot 설비 가동률로 인한 중국 석유제품 수출 증가, 2) 유가 상승 전망 대두에 따른 OSP 프리미엄의 상승 예상, 3) 일본의 소규모 설비 폐쇄 및 구조조정에 따른 CDU 생산능력 감소에도 유럽 스크랩 감소 및 아시아 증설로 올해 대비 내년 세계 정제설비 순증 물량 증가 전망, 4) Reliance/PetroRabigh 등 대규모 방향족 설비 가동으로 방향족 업황 약세 전망 등에 기인한다.

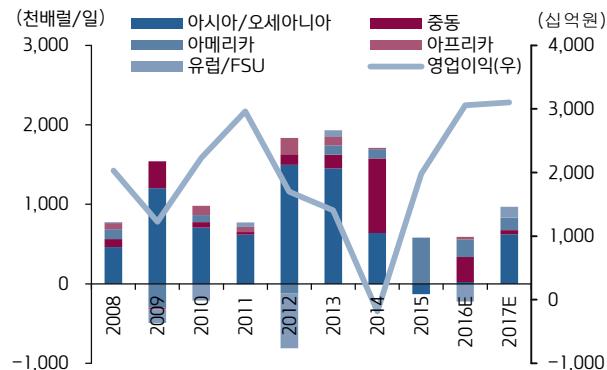
하지만 우리는 내년에도 동사의 영업이익이 증익 추세를 이어갈 것으로 전망하고 있다. 이는 1) 동사는 올해 울산컴플렉스, SK종합화학 NCC, SK인천석유화학, 중국 우한석화(지분법) 등의 창사 이래 최대 정기보수를 진행하였고, 동시에 일부 설비들의 공정 개선을 통하여 생산능력을 확대하였다. 이에 내년 물량 측면의 기저효과가 발생할 전망이다. 2) 역내 PX 설비 신증설에 따른 내년 PX 공급 확대 요인이 존재하나, 수요가 예상보다 강해 그 효과는 반감될 전망된다. 이는 2014~2016년까지 고요하였던 PET Resin 신증설이 내년에는 약 400만톤이 발생할 것으로 보이기 때문이다. 3) 한편 경제마진은 올해와 유사한 수준을 유지할 전망이다. 역내 LPG 크래킹 증가에 따른 나프타 크랙 마진의 감소가 전망되지만, 내년 상반기에는 2014년 이래 세계 정제설비의 T/A가 가장 클 전망이며, 러시아 정제설비 고도화에 따른 FO 크랙 마진 증가 및 수요 증가로 인한 개스오일 마진 증가가 예상되기 때문이다. 현 주가는 내년 기준 PER 6.4배, PBR 0.7배 수준으로 ROE 11.3%를 감안하면 전세계 정유업체 중 가장 저평가되어 있다고 판단된다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 220,000원 유지한다.

중국 산동 지역 Teapot 설비 가동률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

세계 경제설비 순증과 SK이노베이션 영업이익 추이



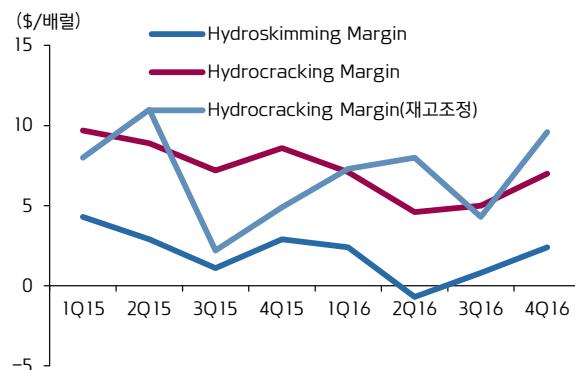
자료: BP, IEA, Bloomberg, SK이노베이션, 키움증권 리서치

국가별 경제설비 생산능력 순증 추이

(천배럴/일)	2016	2017	2018	2019	2020
아시아/오세아니아	22	624	340	432	584
중국	280	597	80	140	180
일본	-63	-383			
인도		120	60	192	104
기타	-195	290	200	100	300
중동	316	52	50	705	453
이란	120	120		240	120
이라크			50		
사우디아라비아		50		400	
기타	196	-118		65	333
아메리카	221	155	350	123	40
북아메리카	221	155	145	90	
남아메리카			205	33	40
아프리카	30		106	120	650
유럽/FSU	-222	140	264		
합계	367	971	1,110	1,380	1,727

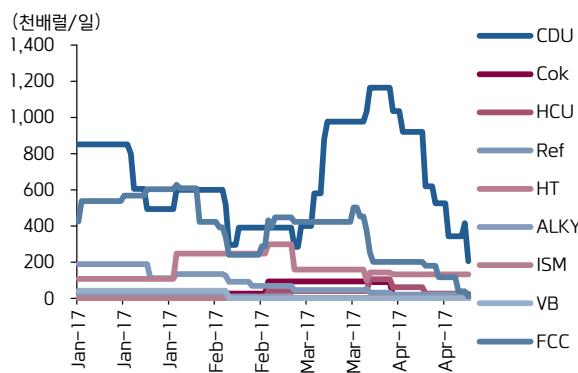
자료: IEA, Bloomberg, 키움증권 리서치

싱가폴 정제마진 추이



자료: 페트로넷, IEA, 키움증권 리서치

2017년 세계 경제설비 셋다운 계획



자료: 업계, 키움증권 리서치

2017년 세계 신규 PET Resin 생산능력

업체	국가	생산능력(천톤)	상업화
Jiangsu Sanfangxiang	중국	500	1Q17
Zhejiang Wankai New Material	중국	500	1Q17
Hainan Yisheng Petrochemical	중국	500	2Q17
M&G Group	중국	1,000	3Q17
Hosaf Fibers	남아공	112	3Q17
Jiangyin Chengsheng	중국	1,000	2017
Sichuan Shengda Chemical	중국	300	2017
합계		3,912	

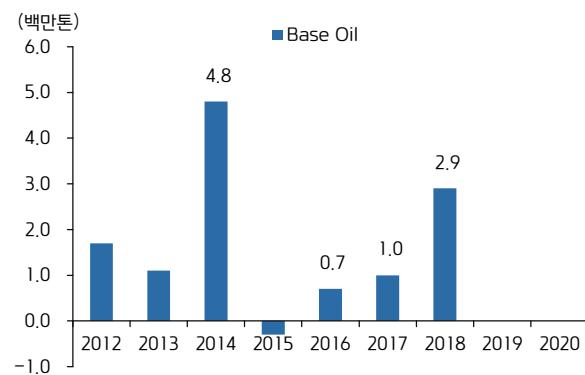
자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아/중동 벤젠/PX 업체 신증설 현황

(천톤)	2016		2017		2018	
	BZ	PX	BZ	PX	BZ	PX
CNOOC Yunnan	128					
Youhai Technology	30					
Ningbo Daxie	80					
Petrochina PDVSA			250	550		
Hyundai Chemical	500		400	1,000		
GS Caltex/Taiyo Oil/Showa Shell						
Showa Oil	70	200				
OPAL	150					
Reliance	500	2,200				
Nghi Son Oil Refinery	500	800				
Jurong Aromatics			240	700		
Sadara Chemical	150					
Petro Rabigh 2			424	1,340		
Saudi Aramco			285	1,210		
RLGAP			500	1,400	890	1,304
Chemaweyaat						

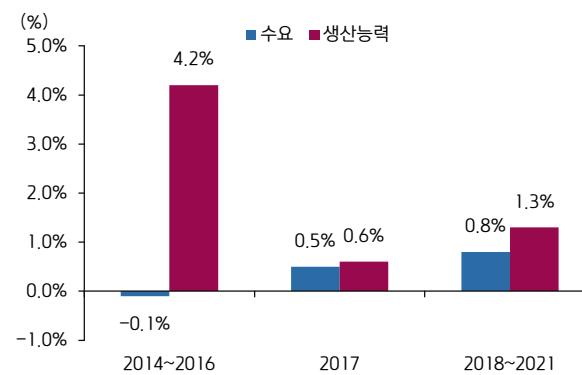
자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 윤활기유 생산능력 추이



자료: Argus 등, 키움증권 리서치

세계 윤활기유 생산능력/수요 성장률



자료: Argus 등, 키움증권 리서치

SK이노베이션 실적 전망

(십억원)	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	10,564	65,861	48,356	40,005	47,716
에너지	8,985	9,514	9,036	7,764	6,646	7,443	7,025	7,666	49,056	35,300	28,780	35,000
종합화학	2,210	2,586	2,354	2,139	1,968	1,945	1,834	2,059	12,639	9,288	7,806	8,833
루브리컨츠	620	656	665	681	622	653	599	576	2,988	2,622	2,450	2,739
이노베이션	231	242	392	285	222	239	245	263	1,204	1,150	969	1,144
영업이익	334	1,000	371	276	845	1,120	415	640	-183	1,980	3,019	3,050
%OP	2.8%	7.7%	3.0%	2.5%	8.9%	10.9%	4.3%	6.1%	-0.3%	4.1%	7.5%	6.4%
에너지	153	755	107	285	491	705	92	358	-992	1,299	1,645	1,623
종합화학	116	243	120	-47	224	303	215	186	359	431	928	922
루브리컨츠	57	42	83	114	132	133	117	98	290	295	480	497
이노베이션	-4	-51	54	-45	-2	-21	-9	-2	119	-45	-35	7

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	658,607	483,563	400,055	477,159	486,511
매출원가	642,444	441,968	354,207	430,915	438,517
매출총이익	16,163	41,595	45,848	46,245	47,994
판매비 및 일반관리비	17,991	21,799	15,661	15,746	16,055
영업이익(보고)	-1,828	19,796	30,187	30,498	31,939
영업이익(핵심)	-1,828	19,796	30,187	30,498	31,939
영업외손익	-2,539	-3,254	-4,661	-2,134	-2,256
이자수익	586	565	781	563	607
배당금수익	107	91	56	31	33
외환이익	15,456	12,477	15,939	15,682	15,649
이자비용	2,430	2,676	2,725	3,153	3,366
외환손실	17,540	14,267	15,435	15,061	15,009
관계기업지분법손익	1,308	2,570	370	554	581
투자및기타자산처분손익	-193	-11	-62	-78	-80
금융상품평가및기타금융이익	324	523	-22	-110	-100
기타	-157	-2,527	-3,563	-561	-572
법인세차감전이익	-4,367	16,541	25,525	28,365	29,682
법인세비용	-36	6,566	6,138	6,240	6,530
유효법인세율 (%)	0.8%	39.7%	24.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	-5,372	8,677	19,388	22,125	23,152
지배주주지분순이익(억원)	-5,888	8,149	18,902	21,423	22,418
EBITDA	6,022	29,311	39,142	39,310	40,890
현금순이익(Cash Earnings)	2,478	18,192	28,343	30,936	32,104
수정당기순이익	-5,502	8,368	19,472	22,313	23,333
증감율(% YoY)					
매출액	-0.3	-26.6	-17.3	19.3	2.0
영업이익(보고)	N/A	N/A	52.5	1.0	4.7
영업이익(핵심)	N/A	N/A	52.5	1.0	4.7
EBITDA	-71.0	386.8	33.5	0.4	4.0
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	132.0	13.3	4.6
EPS	N/A	N/A	132.0	13.3	4.6
수정순이익	N/A	N/A	132.7	14.6	4.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	9,271	40,857	32,370	26,318	31,076
당기순이익	-5,372	8,677	19,388	22,125	23,152
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	-504	-621	-641
자산처분손익	535	518	62	78	80
지분법손익	-1,485	-490	-370	-554	-581
영업활동자산부채 증감	8,073	15,605	4,425	-4,086	-496
기타	-1,384	6,588	413	565	610
투자활동현금흐름	-25,694	-13,454	-3,311	-15,541	-12,500
투자자산의 처분	-3,525	-7,636	3,782	-3,418	-371
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	-94	-123	-129
재무활동현금흐름	17,099	-27,683	-1,968	4,070	3,160
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	-994	1,052	143
현금및현금성자산의순증가	900	811	27,090	14,847	21,736
기초현금및현금성자산	28,486	29,386	30,197	57,287	72,133
기말현금및현금성자산	29,386	30,197	57,287	72,133	93,870
Gross Cash Flow	1,198	25,253	27,944	30,404	31,571
Op Free Cash Flow	-8,889	30,127	36,568	23,224	28,395

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	148,884	128,422	138,549	169,058	192,694
현금및현금성자산	29,386	30,197	57,287	72,133	93,870
유동금융자산	3,787	18,325	15,160	18,082	18,436
매출채권및유동채권	63,524	44,017	36,416	43,434	44,285
재고자산	52,187	35,598	29,450	35,127	35,815
기타유동비금융자산	0	286	236	282	287
비유동자산	202,129	185,177	183,058	187,432	191,163
장기매출채권및기타비유동채권	267	217	179	214	218
투자자산	26,628	26,784	26,658	27,810	28,487
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	321,607	356,490	383,857
유동부채	114,034	74,940	65,530	74,218	75,272
매입채무및기타유동채무	67,552	50,808	42,034	50,135	51,118
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	3,048	3,636	3,707
비유동부채	76,369	68,195	70,700	77,753	83,896
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	68,144	61,301	64,801	70,801	76,801
기타비유동부채	8,225	6,894	5,900	6,952	7,095
부채총계	190,403	143,135	136,230	151,971	159,168
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	109,228	127,857	147,471
기타자본	2,125	2,883	2,883	2,883	2,883
지배주주지분자본총계	150,003	158,897	173,629	192,259	211,872
비지배주주지분자본총계	10,607	11,566	11,748	12,260	12,816
자본총계	160,611	170,463	185,377	204,519	224,688
순차입금	76,579	33,227	12,801	1,033	-15,058
총차입금	109,752	81,748	85,248	91,248	97,248

투자지표

(단위: 원, 배, %)

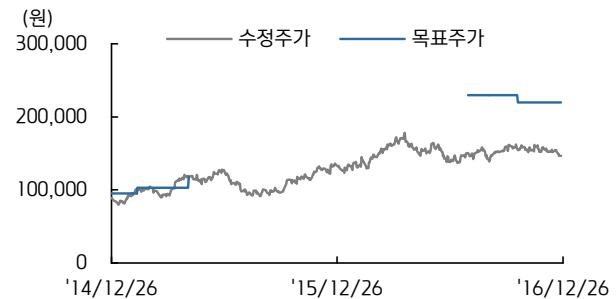
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-6,283	8,696	20,170	22,860	23,922
BPS	160,065	169,556	185,276	205,155	226,084
주당EBITDA	6,425	31,277	41,768	41,947	43,633
CFPS	2,644	19,412	30,244	33,011	34,257
DPS	0	4,800	3,200	3,200	3,200
주가배수(배)					
PER	-13.5	14.9	7.3	6.4	6.1
PBR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	24.7	5.5	3.9	3.6	3.1
PCFR	32.2	6.7	4.8	4.4	4.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-0.3	4.1	7.5	6.4	6.6
영업이익률(핵심)	-0.3	4.1	7.5	6.4	6.6
EBITDA margin	0.9	6.1	9.8	8.2	8.4
순이익률	-0.8	1.8	4.8	4.6	4.8
자기자본이익률(ROE)	-3.3	5.2	10.9	11.3	10.8
투하자본이익률(ROIC)	-0.9	6.0	16.9	17.1	17.4
안정성(%)					
부채비율	118.5	84.0	73.5	74.3	70.8
순차입금비율	47.7	19.5	6.9	0.5	-6.7
이자보상배율(배)	N/A	7.4	11.1	9.7	9.5
활동성(배)					
매출채권회전율	10.0	9.0	9.9	12.0	11.1
재고자산회전율	10.7	11.0	12.3	14.8	13.7
매입채무회전율	8.7	8.2	8.6	10.4	9.6

- 당사는 12월 23일 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
SK이노베이션 (096770)	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
	2016/12/26	Buy(Maintain)	220,000원

목표주가 추이



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 (2015/9/1~2016/9/30)

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