

2017/04/26

SK이노베이션(096770)

운송/정유/화학 하준영
(2122-9213) jyha@hi-ib.com

정제마진 개선으로 2Q17도 기대된다

■ 1Q17 Review: 석유사업과 화학사업 모두 좋았다

동사의 1Q17 실적은 매출액 113,871억원(YoY +20.4%), 영업이익 10,043억원(YoY +18.9%)을 기록하며 시장기대치를 상회했다. 이는 제품 스프레드 강세로 화학사업부문 영업이익이 4,547억원을 기록해 QoQ +108.1% 증가했으며 석유사업부문에서 재고평가이익이 약 1,600억원 발생했기 때문이다.

석유사업부문(매출 80,636억원, 영업이익 4,539억원)은 정제마진이 \$6.4/bbl로 QoQ \$0.3/bbl 감소했고 환율관련 손실이 500억원 발생했지만 재고평가 이익이 약 1,600억원 발생하면서 이를 상쇄했다. **화학사업부문**(매출 23,333억원, 영업이익 4,547억원)은 1)올레핀계열 제품이 역내 정기보수 진행으로 스프레드가 견조한 수준을 유지했고, 2)아로마틱계열 제품 또한 신규 설비 가동 지연과 수요 강세로 스프레드가 강한 모습을 보이며 분기사상최대 영업이익을 시현했다. **유탄유사업부문**(매출 7,286억원, 영업이익 949억원)도 타이트한 수급이 이어지며 영업이익이 QoQ +9.8% 증가했다.

■ 정제마진 개선으로 2Q17도 기대. 배당수익률도 4% 상회 예상

2Q17에도 정제마진이 개선되면서 견조한 실적을 시현할 것으로 예상된다. 중국의 수요 증가로 동사 석유사업부문 생산량의 약 35%를 차지하는 경유 마진이 강세를 보이고 있고, 휘발유 마진도 계절적 성수기에 진입하면서 상승할 것이기 때문이다. 유탄유사업부문도 판매물량이 증가하고 원가 인상분이 판가에 반영되면서 이익이 증가할 것이다. 다만, 석유화학사업부문의 경우 제품 스프레드 축소에 따른 QoQ 감익을 예상한다.

배당수익률도 4%를 상회할 것으로 예상된다. 동사는 2017년 전 사업부문이 견조한 이익을 시현할 것으로 예상되는 가운데 지난해와 같은 손상차손이 발생하지 않으면서 순이익이 약 2.7조원을 기록할 것으로 추산한다. 만약 금년 대규모 투자가 발생하지 않는다면 전년도 배당금(6,400원) 이상의 배당도 가능하다는 판단이다. 이에 따라 동사의 배당 수익률은 4%를 상회할 것으로 예상된다. 2017년에도 탄탄한 이익 증가가 예상되는 동사에 대해 매수전략을 추천한다(투자의견 Buy, 목표주가 220,000원 유지).

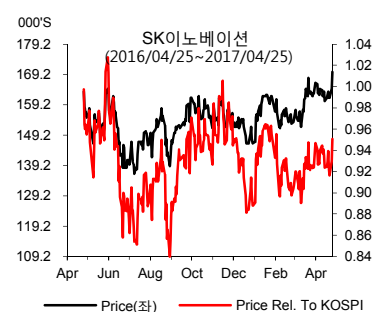
Buy(Maintain)

목표주가(6M)	220,000원
종가 (2017/04/25)	170,000원

Stock Indicator

자본금	469십억원
발행주식수	9,371만주
시가총액	15,855십억원
외국인지분율	41.6%
배당금(2016)	6,400원
EPS(2017E)	25,416원
BPS(2017E)	201,048원
ROE(2017E)	13.3%
52주 주가	136,500~170,000원
60일평균거래량	237,939주
60일평균거래대금	37.9십억원

Price Trend



<표 1> SK 이노베이션 1Q17 Review

(단위: 십억원)

	1Q16	4Q16	1Q17	증감률		컨센서스	
				YoY	QoQ	1Q17	차이
매출액	9,458.2	10,079.1	11,387.1	20.4%	13.0%	11,249.5	1.2%
영업이익	844.8	849.2	1,004.3	18.9%	18.3%	865.7	16.0%
OPM	8.9%	8.4%	8.8%	-	-	7.7%	-
지배주주순이익	555.9	144.1	847.0	52.4%	488.0%	654.8	29.4%

자료: Quantwise, 하이투자증권

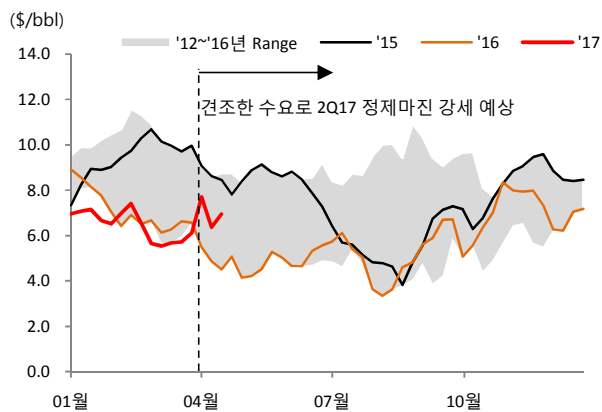
<표 2> SK 이노베이션 부문별 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출	9,458	10,280	9,703	10,079	11,387	10,643	11,205	11,431	39,521	44,667	46,872
QoQ	-13.0%	8.7%	-5.6%	3.9%	13.0%	-6.5%	5.3%	2.0%	-	-	-
YoY	-21.5%	-20.9%	-22.0%	-7.2%	20.4%	3.5%	15.5%	13.4%	-18.3%	13.0%	4.9%
SK에너지	6,646	7,443	7,025	7,256	8,064	7,673	8,155	8,266	28,370	32,158	33,841
YoY	-26.0%	-21.8%	-22.3%	-6.5%	21.3%	3.1%	16.1%	13.9%	-19.6%	13.4%	5.2%
SK종합화학	1,968	1,945	1,834	1,940	2,333	2,053	2,115	2,214	7,687	8,716	8,999
YoY	-10.9%	-24.8%	-22.1%	-9.3%	18.6%	5.6%	15.3%	14.2%	-17.2%	13.4%	3.2%
SK루브리컨츠	622	653	599	661	729	636	641	656	2,536	2,662	2,792
YoY	0.4%	-0.5%	-10.0%	-2.8%	17.1%	-2.6%	7.0%	-0.8%	-3.3%	5.0%	4.9%
SK이노베이션	222	239	245	222	262	280	294	295	928	1,131	1,240
YoY	-3.7%	-1.2%	-37.6%	-22.1%	17.7%	17.0%	20.2%	32.9%	-19.3%	21.8%	9.6%
영업이익	845	1,120	415	849	1,004	813	761	849	3,228	3,428	3,481
OPM	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.8%	7.6%	6.8%	7.4%	8.2%	7.7%	7.4%
QoQ	175.6%	32.5%	-62.9%	104.7%	18.3%	-19.0%	-6.4%	11.5%	-	-	-
YoY	163.0%	13.3%	14.0%	177.0%	18.9%	-27.3%	83.5%	0.0%	63.1%	6.2%	1.6%
SK에너지	392	614	10	609	454	394	368	425	1,626	1,641	1,705
OPM	5.9%	8.3%	0.1%	8.4%	5.6%	5.1%	4.5%	5.1%	5.7%	5.1%	5.0%
YoY	157.1%	-18.6%	-91.1%	113.8%	15.7%	-35.8%	3771.9%	-30.3%	25.1%	0.9%	3.9%
SK종합화학	322	394	298	219	455	299	276	305	1,232	1,334	1,269
OPM	16.4%	20.2%	16.2%	11.3%	19.5%	14.6%	13.0%	13.8%	16.0%	15.3%	14.1%
YoY	179.1%	62.0%	148.6%	흑전	41.0%	-24.0%	-7.4%	39.4%	185.7%	8.3%	-4.9%
SK루브리컨츠	132	133	117	86	95	120	114	116	469	445	477
OPM	21.2%	20.3%	19.5%	13.1%	13.0%	18.8%	17.8%	17.7%	18.5%	16.7%	17.1%
YoY	133.2%	220.2%	41.0%	-24.1%	-28.2%	-9.9%	-2.4%	34.2%	58.8%	-5.1%	7.3%
SK이노베이션	-2	-21	-9	-65	1	0	4	4	-98	8	30
OPM	-1.0%	-8.9%	-3.8%	-29.3%	0.3%	0.0%	1.2%	1.3%	-10.5%	0.7%	2.4%
YoY	적지	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	267.3%
지배주주순이익	556	611	360	539	847	635	606	611	2,066	2,698	2,445
NPM	5.9%	5.9%	3.7%	5.3%	7.4%	6.0%	5.4%	5.3%	5.2%	6.0%	5.2%
YoY	89.9%	7.0%	136.5%	흑전	52.4%	3.8%	68.2%	13.3%	153.6%	30.6%	-9.4%

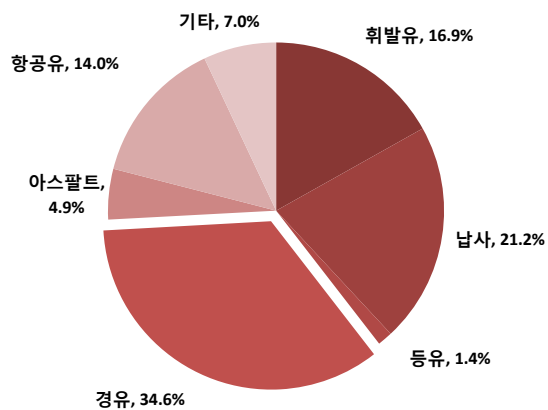
자료: 하이투자증권

<그림 1> 복합정제마진 추이



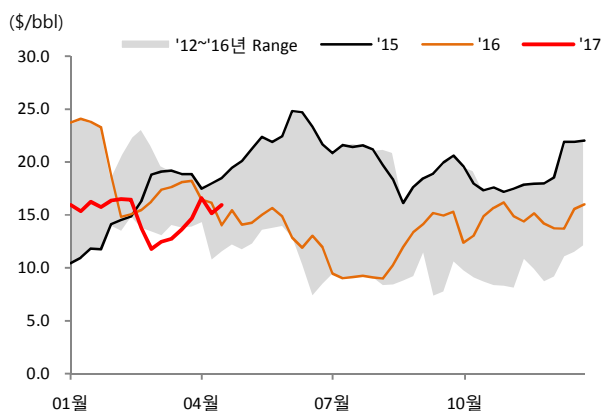
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 2> SK 이노베이션 석유사업부문 매출 구성(생산량기준)



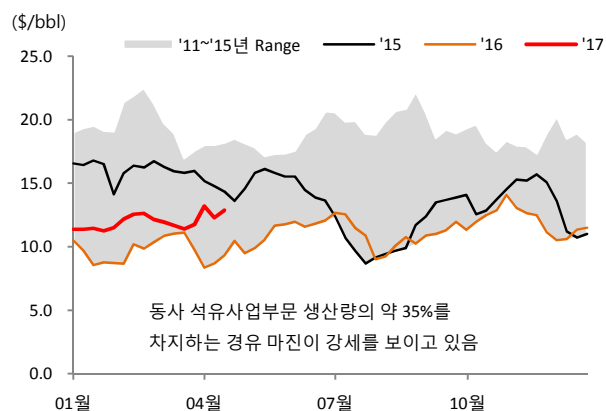
자료: SK이노베이션, 하이투자증권

<그림 3> 휘발유마진 추이



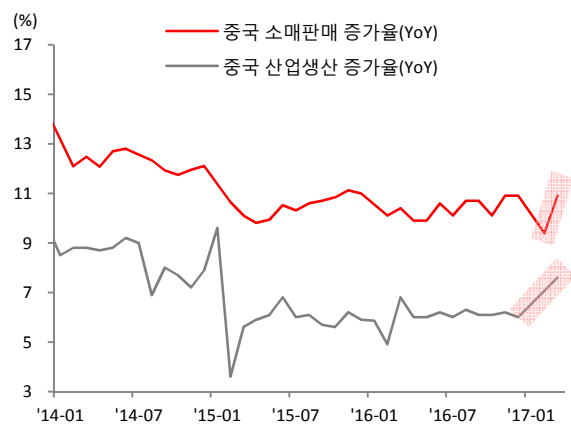
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 4> 경유마진 추이



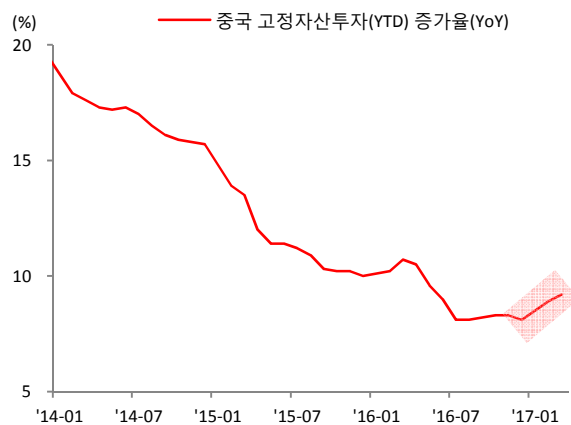
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 5> 중국 산업생산 및 소매판매 추이



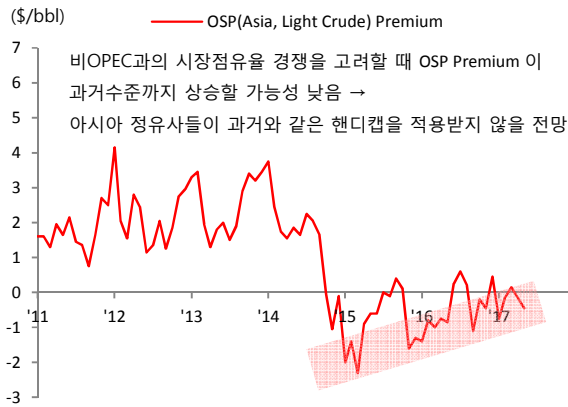
자료: Wind, 하이투자증권

<그림 6> 중국 고정자산투자(YTD) 추이



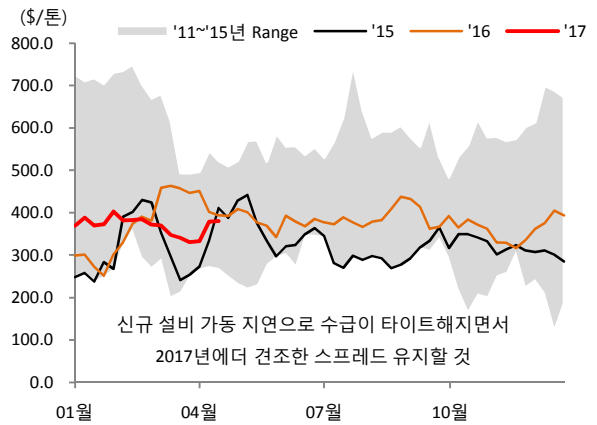
자료: Wind, 하이투자증권

<그림 7> OSP Premium 추이



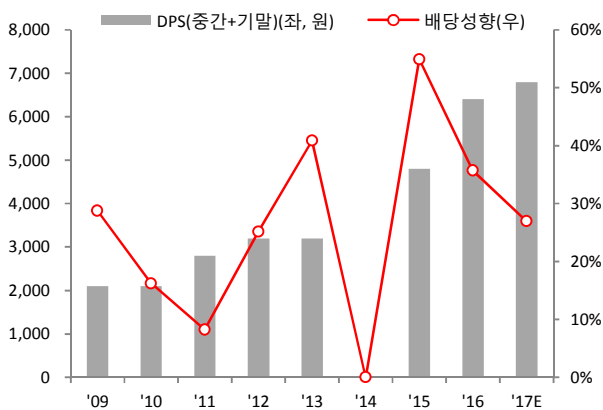
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 8> PX 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 9> DPS(중간+기말)와 배당성향 추이 및 전망



자료: SK이노베이션, 하이투자증권

<그림 10> SK 이노베이션 PBR 밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	14,988	15,246	15,800	15,954
현금 및 현금성자산	2,644	2,461	2,494	2,562
단기금융자산	3,111	3,111	3,267	3,267
매출채권	4,404	4,601	4,734	4,871
재고자산	4,445	4,690	4,922	4,871
비유동자산	17,594	18,466	18,999	19,501
유형자산	13,603	14,486	15,020	15,514
무형자산	1,272	1,157	1,052	957
자산총계	32,581	33,712	34,798	35,456
유동부채	8,737	9,140	9,175	9,271
매입채무	4,208	4,756	4,990	5,186
단기차입금	22	72	72	72
유동성장기부채	1,678	1,484	1,284	1,184
비유동부채	5,540	4,500	3,730	2,480
사채	4,123	3,083	2,813	1,763
장기차입금	749	749	249	49
부채총계	14,276	13,640	12,905	11,751
지배주주지분	17,103	18,841	20,633	22,415
자본금	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,884	5,884	5,884
이익잉여금	10,671	12,419	14,221	16,013
기타자본항목	-136	-136	-136	-136
비지배주주지분	1,202	1,231	1,261	1,290
자본총계	18,305	20,072	21,893	23,705

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	39,521	44,667	46,872	48,710
증가율(%)	-18.3	13.0	4.9	3.9
매출원가	34,562	39,456	41,555	43,404
매출총이익	4,959	5,210	5,317	5,306
판매비와관리비	1,730	1,783	1,837	1,891
연구개발비	145	147	155	161
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	3,228	3,428	3,481	3,415
증가율(%)	63.1	6.2	1.5	-1.9
영업이익률(%)	8.2	7.7	7.4	7.0
이자수익	86	78	86	87
이자비용	253	203	172	121
지분법이익(손실)	85	85	85	85
기타영업외손익	-391	7	7	7
세전계속사업이익	2,423	3,302	3,403	3,390
법인세비용	702	892	919	915
세전계속이익률(%)	6.1	7.4	7.3	7.0
당기순이익	1,721	2,411	2,484	2,474
순이익률(%)	4.4	5.4	5.3	5.1
지배주주귀속 순이익	1,671	2,382	2,454	2,445
기타포괄이익	-10	-10	-10	-10
총포괄이익	1,711	2,401	2,474	2,464
지배주주귀속총포괄이익	1,661	2,372	2,444	2,435

현금흐름표

(단위:십억원)

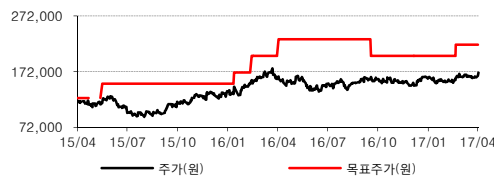
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	3,678	3,504	3,369	3,933
당기순이익	1,721	2,411	2,484	2,474
유형자산감가상각비	799	767	836	876
무형자산상각비	115	115	105	95
지분법관련손실(이익)	85	85	85	85
투자활동 현금흐름	-2,056	-2,021	-1,897	-1,741
유형자산의 처분(취득)	-567	-1,650	-1,370	-1,370
무형자산의 처분(취득)	61	-	-	-
금융상품의 증감	904	-183	188	68
재무활동 현금흐름	-2,019	-1,779	-1,603	-2,001
단기금융부채의증감	-345	-144	-200	-100
장기금융부채의증감	-1,040	-770	-1,250	-620
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-451	-596	-634	-652
현금및현금성자산의증감	-375	-183	33	68
기초현금및현금성자산	3,020	2,644	2,461	2,494
기말현금및현금성자산	2,644	2,461	2,494	2,562

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	17,834	25,416	26,191	26,086
BPS	182,504	201,048	220,168	239,184
CFPS	27,591	34,831	36,234	36,452
DPS	6,400	6,800	7,000	7,000
Valuation(배)				
PER	8.2	6.7	6.5	6.5
PBR	0.8	0.8	0.8	0.7
PCR	5.3	4.9	4.7	4.7
EV/EBITDA	3.5	3.6	3.3	3.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	10.1	13.3	12.4	11.4
EBITDA 이익률	10.5	9.6	9.4	9.0
부채비율	78.0	68.0	58.9	49.6
순부채비율	4.5	-0.9	-6.1	-11.7
매출채권회전율(x)	9.4	9.9	10.0	10.1
재고자산회전율(x)	9.9	9.8	9.8	9.9

자료 : SK 이노베이션, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-03-15	Buy	220,000
2016-10-11(담당자변경)	Buy	200,000
2016-04-25	Buy	230,000
2016-03-07	Buy	200,000
2016-02-04	Buy	170,000
2015-06-08(담당자변경)	Buy	150,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 하준영\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-