



## BUY(Maintain)

목표주가: 240,000원

주가(7/27): 174,500원

시가총액: 161,352억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (7/27)		2,443.24pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	177,500원	139,000원
등락률	-1.69%	25.54%
수익률	절대	상대
1W	11.5%	9.2%
6M	7.7%	-8.1%
1Y	17.9%	-2.3%

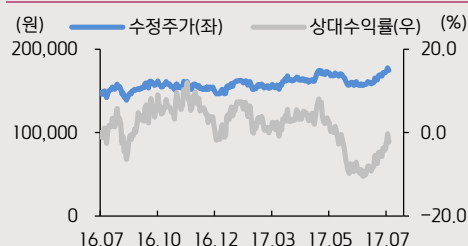
## Company Data

발행주식수	93,714천주
일평균 거래량(3M)	305천주
외국인 지분율	41.05%
배당수익률(17E)	3.67%
BPS(17E)	196,372원
주요 주주	SK 외 2인 33.42%
	국민연금관리공단 9.99%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	395,205	450,332	469,705	472,844
보고영업이익	32,283	30,635	34,574	35,227
핵심영업이익	32,283	30,635	34,574	35,227
EBITDA	41,427	39,240	44,059	44,825
세전이익	24,234	29,511	30,399	30,614
순이익	17,214	20,658	20,501	20,646
지배주주지분순이익	16,713	19,963	19,538	19,676
EPS(원)	17,834	21,302	20,848	20,995
증감률(%YoY)	105.1	19.4	-2.1	0.7
PER(배)	8.2	8.2	8.4	8.3
PBR(배)	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	3.6	4.6	3.9	3.6
보고영업이익률(%)	8.2	6.8	7.4	7.5
핵심영업이익률(%)	8.2	6.8	7.4	7.5
ROE(%)	9.7	10.9	10.1	9.5
순부채비율(%)	4.4	6.8	0.6	-5.1

## Price Trend



## SK이노베이션 (096770)

## 예상보다 가파른 정제마진 개선세



SK이노베이션의 올해 2분기 영업이익은 시장 기대치를 하회하였습니다. 윤활기유부문이 호실적을 기록하였지만, 유가 하락에 따른 재고평가손실 발생 및 No.1 RFCC/울산 CDU/PX 플랜트 정기보수 진행으로 인한 석유/화학/석유개발부문의 실적 감소에 기인합니다. 한편 당사는 주주환원 강화를 통한 기업가치 제고를 위하여, 창사 최초로 중간 배당(주당 1,600원)을 지급하기로 결정하였습니다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 2분기 영업이익, 시장 기대치 하회

SK이노베이션의 올해 2분기 실적은 매출액 10조5,610억원(YoY +2.73%, QoQ -7.25%), 영업이익 4,212억원(YoY -62.38%, QoQ -58.06%)를 기록하며 시장 기대치(영업이익 6,044억원)를 하회하였다. 윤활기유부문의 실적 개선에도 불구하고, 유가 하락에 따른 재고평가손실 발생 및 No.1 RFCC/울산 CDU/PX 플랜트 정기보수 진행으로 인한 석유/화학/석유개발부문의 실적 감소에 기인한다.

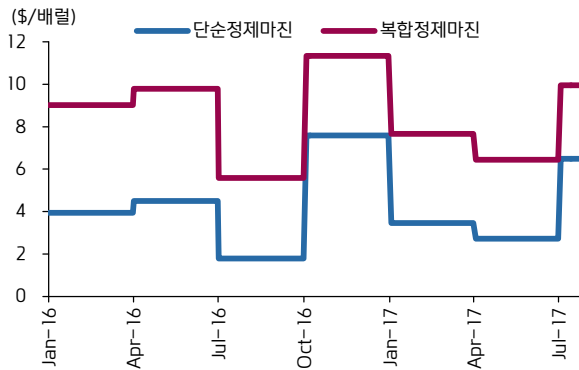
사업부문별로는 1) 석유사업부문 영업이익은 FO 크랙 강세 지속에도 불구하고, 개솔린/디젤 크랙 약세 및 유가 하락에 따른 재고평가손실 확대로 전 분기 대비 97.2% 감소한 125억원을 기록하였다. 2) 화학사업부문 영업이익은 정기보수 진행으로 인한 물량 감소 및 올레핀/방향족 주요 제품 스프레드 축소로 전 분기 대비 26.6% 감소한 3,337억원을 기록하였다. 3) 윤활기유사업부문 영업이익은 성수기 효과로 수요가 견조한 가운데, 역내 업체 정기보수 및 트러블 발생으로 전 분기 대비 26.7% 증가한 1,202억원을 기록하였다. 4) 석유개발 및 기타사업부문 영업이익은 분리막 등 정보전자 소재사업의 증익 추세 지속에도 불구하고, 유가 하락 및 판매 감소에 따른 석유개발사업의 감익으로 전 분기 대비 적자전환하였다.

한편 당사는 주주환원 강화를 통한 기업가치 제고를 위하여, 창사 최초로 중간 배당(주당 1,600원, 총액 1,491억원)을 지급(지급예정일 8월 25일)하기로 발표하였다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기 영업이익, 전 분기 대비 82.3% 증가 전망

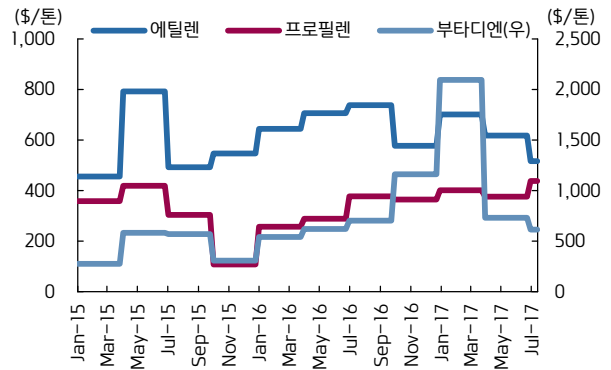
당사는 올해 2분기 부진한 영업이익을 기록하였지만, 3분기 영업이익은 7,677억원을 기록하며 전 분기 대비 82.3% 증가할 전망이다. 이는 1) 베트남 등 신규 프로젝트 가동 지연으로 올해 역내 CDU 순증 물량이 작년 대비 크게 감소하는 등 수급 타이트 현상이 지속될 가능성이 크며, 2) 당사는 올해 2분기 정기보수를 끝으로 올해 하반기는 주요 설비의 정기보수가 없어 물량 측면의 훼손이 제한되고, 3) 중국 수요 증가 등으로 정보전자 소재사업부문의 증익 기조가 지속될 것으로 판단되기 때문이다. 당사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 240,000원 유지한다.

## 싱가폴 정제마진 추이(분기별)



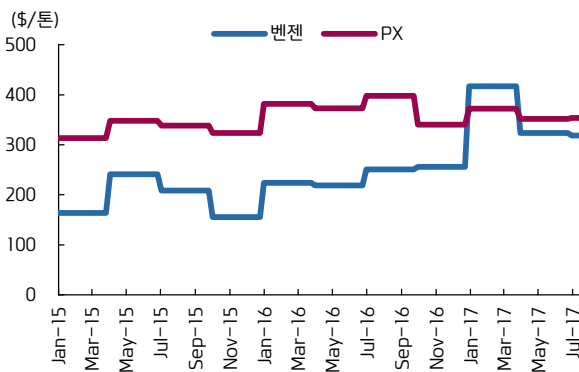
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

## 올레핀 주요 제품 스프레드 추이(분기별)



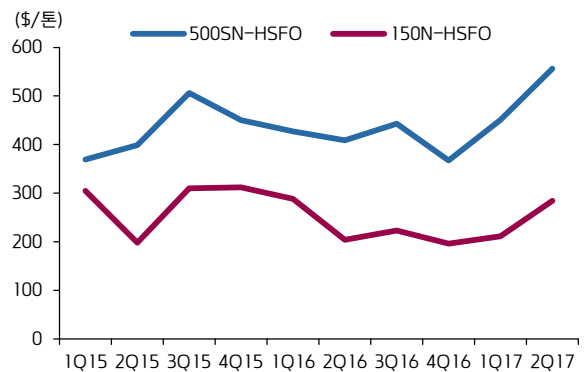
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 아로마틱 주요 제품 스프레드 추이(분기별)



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 유탄기유 스프레드 추이(분기별)



자료: 업계, 키움증권 리서치

## SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2014	2015	2016	2017E
전체 매출액	9,458	10,280	9,703	10,079	11,387	10,561	11,746	11,339	65,861	48,356	39,521	45,033
석유	6,646	7,443	7,025	7,256	8,064	7,388	8,352	8,064	49,056	35,300	28,370	31,868
화학	1,968	1,945	1,834	1,940	2,333	2,164	2,412	2,322	12,639	9,288	7,687	9,231
유탄기유	622	653	599	661	729	757	718	724	2,988	2,622	2,536	2,928
석유개발/기타	222	239	245	222	262	252	264	229	1,204	1,150	928	1,006
전체 영업이익	845	1,120	415	849	1,004	421	768	870	-183	1,980	3,228	3,064
%OP	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.8%	4.0%	6.5%	7.7%	-0.3%	4.1%	8.2%	6.8%
석유	491	705	92	652	454	13	319	440	-992	1,299	1,939	1,225
화학	224	303	215	176	455	334	382	362	359	431	919	1,532
유탄기유	132	133	117	86	95	120	103	104	290	295	469	422
석유개발/기타	-2	-21	-9	-65	1	-45	-36	-36	119	-45	-98	-116

\* 2016년: 사업구분 변경 전 기준

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	483,563	395,205	450,332	469,705	472,844
매출원가	441,968	345,617	404,466	419,630	422,013
매출총이익	41,595	49,588	45,866	50,074	50,831
판매비및일반관리비	21,799	17,305	15,231	15,500	15,604
영업이익(보고)	19,796	32,283	30,635	34,574	35,227
영업이익(핵심)	19,796	32,283	30,635	34,574	35,227
영업외손익	-3,254	-8,050	-1,124	-4,175	-4,613
이자수익	565	855	965	1,072	1,094
배당금수익	91	92	95	105	107
외환이익	12,477	13,066	19,562	17,900	17,650
이자비용	2,676	2,530	2,385	2,706	2,904
외환손실	14,267	13,446	20,788	19,832	19,708
관계기업지분법손익	2,570	-1,240	-93	-532	-608
투자및기타자산처분손익	-11	-170	-232	-247	-250
금융상품평가및기타금융이익	523	-943	473	65	7
기타	-2,527	-3,734	1,280	0	0
법인세차감전이익	16,541	24,234	29,511	30,399	30,614
법인세비용	6,566	7,019	8,853	9,898	9,968
유효법인세율 (%)	39.7%	29.0%	30.0%	32.6%	32.6%
당기순이익	8,677	17,214	20,658	20,501	20,646
지배주주지분순이익(억원)	8,149	16,713	19,963	19,538	19,676
EBITDA	29,311	41,427	39,240	44,059	44,825
현금순이익(Cash Earnings)	18,192	26,358	29,263	29,986	30,244
수정당기순이익	8,368	18,004	20,417	20,683	20,890
증감율(% YoY)					
매출액	-26.6	-18.3	13.9	4.3	0.7
영업이익(보고)	N/A	63.1	-5.1	12.9	1.9
영업이익(핵심)	N/A	63.1	-5.1	12.9	1.9
EBITDA	386.8	41.3	-5.3	12.3	1.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	105.1	19.4	-2.1	0.7
EPS	N/A	105.1	19.4	-2.1	0.7
수정순이익	N/A	115.2	13.4	1.3	1.0

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	40,857	36,778	26,694	29,878	30,821
당기순이익	8,677	17,214	20,658	20,501	20,646
감가상각비	8,032	7,991	7,547	8,516	8,709
무형자산상각비	1,483	1,153	1,057	969	889
외환손익	445	293	1,227	1,932	2,058
자산처분손익	518	287	232	247	250
지분법손익	-490	-854	93	532	608
영업활동자산부채 증감	15,605	2,680	-3,097	-1,088	-176
기타	6,588	8,014	-1,023	-1,731	-2,163
투자활동현금흐름	-13,454	-20,561	-29,515	-13,649	-12,364
투자자산의 처분	-7,636	-14,337	-4,874	-1,706	-268
유형자산의 처분	1,002	404	0	0	0
유형자산의 취득	-4,488	-6,070	-25,000	-12,000	-12,000
무형자산의 처분	-2,444	-545	0	0	0
기타	112	-13	359	57	-96
재무활동현금흐름	-27,683	-20,186	5,859	322	78
단기차입금의 증가	-26,294	-3,677	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,389	-12,009	12,500	6,000	6,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-4,513	-7,456	-5,965	-5,965
기타	0	12	815	287	43
현금및현금성자산의순증가	811	-3,755	3,038	16,551	18,535
기초현금및현금성자산	29,386	30,197	26,442	29,481	46,031
기말현금및현금성자산	30,197	26,442	29,481	46,031	64,566
Gross Cash Flow	25,253	34,097	29,791	30,966	30,997
Op Free Cash Flow	30,127	28,141	11,143	30,971	32,648

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	128,422	149,877	170,133	192,735	212,250
현금및현금성자산	30,197	26,442	29,481	46,031	64,566
유동금융자산	18,325	31,115	35,455	36,980	37,227
매출채권및유동채권	44,017	47,595	54,234	56,567	56,945
재고자산	35,598	44,453	50,653	52,832	53,185
기타유동비금융자산	286	273	311	324	327
비유동자산	185,177	175,936	192,012	193,684	195,452
장기매출채권및기타비유동채권	217	248	282	294	296
투자자산	26,784	25,673	25,919	25,376	24,904
유형자산	139,142	136,035	153,488	156,972	160,263
무형자산	16,631	12,723	11,666	10,697	9,808
기타비유동자산	2,404	1,258	658	344	180
자산총계	313,598	325,813	362,146	386,418	407,701
유동부채	74,940	87,365	97,181	100,630	101,189
매입채무및기타유동채무	50,808	65,288	74,396	77,596	78,114
단기차입금	3,893	219	219	219	219
유동성장기차입금	16,554	16,781	16,781	16,781	16,781
기타유동부채	3,684	5,077	5,785	6,034	6,074
비유동부채	68,195	55,397	68,712	74,999	81,042
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	61,301	48,697	61,197	67,197	73,197
기타비유동부채	6,894	6,700	7,515	7,802	7,845
부채총계	143,135	142,763	165,893	175,629	182,231
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	119,705	133,649	147,722
기타자본	2,883	2,805	2,805	2,805	2,805
지배주주지분자본총계	158,897	171,032	184,028	197,972	212,045
비지배주주지분자본총계	11,566	12,019	12,225	12,817	13,425
자본총계	170,463	183,050	196,253	210,789	225,470
순차입금	33,227	8,140	13,262	1,186	-11,596
총차입금	81,748	65,697	78,197	84,197	90,197

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	8,696	17,834	21,302	20,848	20,995
BPS	169,556	182,504	196,372	211,251	226,269
주당EBITDA	31,277	44,206	41,872	47,014	47,831
CFPS	19,412	28,126	31,226	31,997	32,272
DPS	4,800	6,400	6,400	6,400	6,400
주가배수(배)					
PER	14.9	8.2	8.2	8.4	8.3
PBR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.5	3.6	4.6	3.9	3.6
PCFR	6.7	5.2	5.6	5.5	5.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	8.2	6.8	7.4	7.5
영업이익률(핵심)	4.1	8.2	6.8	7.4	7.5
EBITDA margin	6.1	10.5	8.7	9.4	9.5
순이익률	1.8	4.4	4.6	4.4	4.4
자기자본이익률(ROE)	5.2	9.7	10.9	10.1	9.5
투자자본이익률(ROIC)	6.0	13.0	17.0	18.0	18.0
안정성(%)					
부채비율	84.0	78.0	84.5	83.3	80.8
순차입금비율	19.5	4.4	6.8	0.6	-5.1
이자보상배율(배)	7.4	12.8	12.8	12.8	12.1
활동성(배)					
매출채권회전율	9.0	8.6	8.8	8.5	8.3
재고자산회전율	11.0	9.9	9.5	9.1	8.9
매입채무회전율	8.2	6.8	6.4	6.2	6.1

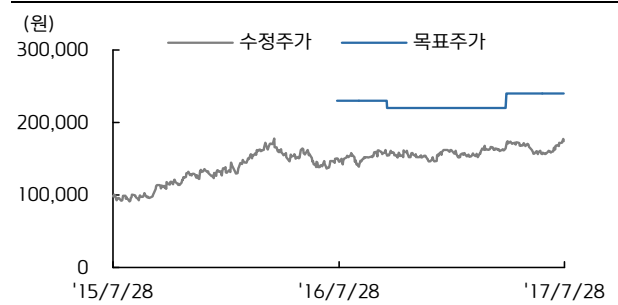
## Compliance Notice

- 당사는 7월 27일 현재 'SK이노베이션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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)	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
	2017/02/06	Buy(Maintain)	220,000원
	2017/04/26	Buy(Maintain)	240,000원
	2017/07/28	Buy(Maintain)	240,000원

## 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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%