글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

석유정제
Company Report
2017.11.3

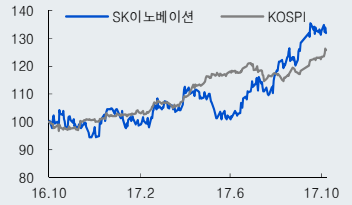
SK이노베이션 (096770)

안정적 실적과 배당 수익률 유효

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲250,000원
현재주가(17/11/02)	204,500원
상승여력	22%

영업이익(17F,십억원)	3,122
Consensus 영업이익(17F,십억원)	3,323
EPS 성장률(17F,%)	40.2
MKT EPS 성장률(17F,%)	46.3
P/E(17F,x)	8.2
MKT P/E(17F,x)	10.5
KOSPI	2,546.36
시가총액(십억원)	18,909
발행주식수(백만주)	94
유동주식비율(%)	66.0
외국인 보유비중(%)	41.4
베타(12M) 일간수익률	0.93
52주 최저가(원)	146,500
52주 최고가(원)	210,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.8	17.5	29.0
상대주가	-3.4	2.5	0.3



[정유/화학/태양광]

박연주
02-3774-1755
yeonju.park@miraeasset.com

김민경
02-3774-1732
minkyung.kim.a@miraeasset.com

3Q Review: 컨센서스 수준의 실적 시현

3분기 영업이익 9,636억원 시현: SK이노베이션의 3분기 영업이익은 9,636억원으로 컨센서스 수준을 시현하였다. 정제 마진 강세 및 유가 상승으로 정유 부문 실적이 개선되었고 화학 부문의 경우 아로마틱스 스프레드 둔화로 전분기대비 이익이 소폭 감소하였다. 윤활기유 부문은 시차 효과로 영업이익이 증가하였고 석유개발 부문은 유가 상승 및 판매량 증가로 영업이익이 증가하였다.

긍정적 가이던스 제공: 실적 발표 컨퍼런스에서 SK이노베이션은 4분기 및 18년 정제 마진에 대해 긍정적으로 전망하였다. 저유가 및 경기 회복으로 석유제품 수요가 견조하게 성장하고 있는 가운데 18년 정제 설비 증가분은 70만배럴/일 수준으로 크지 않기 때문이다. 재고 수준이 낮아진 가운데 겨울철 성수기에 진입하면서 4분기 정제 마진도 호조를 보일 것으로 예상하였다. 전일 발표된 VRDS 설비 투자의 경우, IMO 규제에 대응하기 위해 투자를 결정했으며 15% 이상의 IRR을 기대한다고 밝혔다. 또한 주주 친화적 배당 정책을 유지할 계획이라고 밝혔다.

4Q Preview: 영업이익 7,326억원으로 높은 수준 유지될 전망

4분기 높은 이익 수준 유지될 전망: 11월 현재 정제 마진은 계절적 비수기임에도 불구하고 7달러 후반으로 여전히 높은 수준을 유지하고 있고 4분기는 난방용 수요가 증가하는 시기인 만큼 정제 마진 강세가 지속될 것으로 예상된다. 이에 따라 4분기 정유 부문 영업이익도 전분기보다는 둔화되나 높은 수준이 유지될 전망이다. 화학 및 기유 부문은 스프레드 둔화 등으로 전분기대비 소폭 둔화될 전망이다. 석유개발 부문은 유가 상승으로 전분기대비 실적이 개선될 것으로 예상된다.

안정적 실적과 배당 수익률 유효, 매수 유지

매수 의견 유지: SK이노베이션에 대해 매수 의견을 유지하고 목표주가는 25만원으로 14% 상향 조정한다. 정제 마진 가정치를 상향 조정함에 따라 실적 추정치를 상향 조정한 데 따른 것으로 목표주가는 12개월 선행 EPS에 목표 PER 10배를 적용해 도출하였다.

안정적 실적과 배당 수익률 유효: 정제 마진은 지난 수년간의 수요 증가로 글로벌 정제 설비 수급이 타이트해져 향후 2~3년간 강세가 지속될 것으로 예상된다. 동사의 주가는 3분기 실적 호조 기대감으로 상승하였으나 12개월 예상 EPS 기준 8배 수준으로 밸류에이션 부담이 아직 높지 않고 배당 수익률을 바탕으로 다운사이드 리스크가 제한적으로 판단된다. 향후 주목할 변수는 겨울철 성수기 진입에 따른 정제 마진의 추가 개선 여부가 될 전망이다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	65,861	48,356	39,521	45,525	47,488	50,549
영업이익 (십억원)	-183	1,980	3,228	3,122	3,214	3,382
영업이익률 (%)	-0.3	4.1	8.2	6.9	6.8	6.7
순이익 (십억원)	-589	815	1,671	2,344	2,352	2,471
EPS (원)	-6,283	8,696	17,834	25,012	25,094	26,367
ROE (%)	-3.8	5.3	10.1	13.2	12.3	11.8
P/E (배)	-	14.9	8.2	8.2	8.1	7.8
P/B (배)	0.5	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
배당수익률 (%)	0.0	3.7	4.4	3.9	3.9	3.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK이노베이션, 미래에셋대우 리서치센터

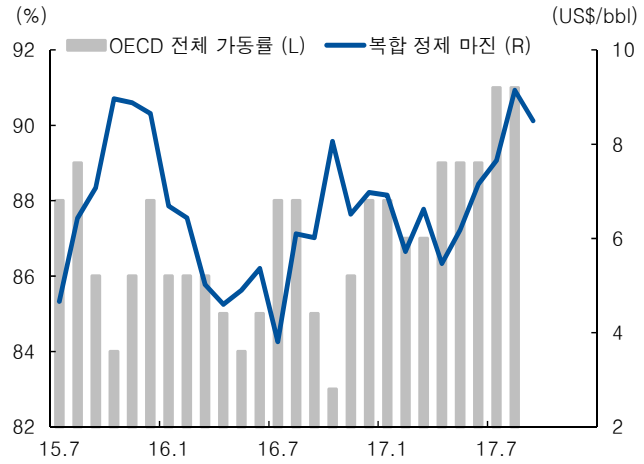
표 1. SK이노베이션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
매출액	전체	11,387.1	10,561.0	11,758.9	11,818.0	11,844.8	11,899.0	11,899.0	11,844.8	39,520.5	45,525.0	47,487.6
	정유	8,063.6	7,387.6	8,428.5	8,434.2	8,431.4	8,475.3	8,475.3	8,431.4	28,369.8	32,313.9	33,813.3
	화학	2,333.3	2,164.2	2,291.7	2,442.1	2,442.7	2,452.9	2,452.9	2,442.7	7,686.5	9,231.3	9,791.2
	윤활기유	728.6	756.8	750.1	746.3	746.3	746.3	746.3	746.3	2,535.8	2,981.8	2,985.3
	이노베이션	261.6	252.4	288.6	195.4	224.4	224.4	224.4	224.4	928.4	998.0	897.7
영업이익	전체	1,004.3	421.2	963.6	732.6	793.0	834.0	834.0	753.0	3,228.3	3,121.7	3,214.2
	정유	453.9	12.5	526.4	324.4	309.1	346.5	346.5	309.1	1,625.6	1,317.2	1,311.2
	화학	454.7	333.7	326.0	315.1	342.2	345.8	345.8	342.2	1,232.3	1,429.5	1,376.0
	윤활기유	94.6	120.2	144.1	119.4	119.4	119.4	119.4	119.4	468.5	478.3	477.7
	이노베이션	1.1	-45.2	-32.9	-26.4	22.3	22.3	22.3	-17.7	-97.8	-103.4	49.3
세전이익		1,163.0	433.2	977.3	728.2	789.1	830.8	830.7	748.9	2,423.4	3,301.7	3,199.6
당기순이익		847.0	278.4	683.3	535.2	580.0	610.7	610.6	550.5	1,671.3	2,344.0	2,351.7

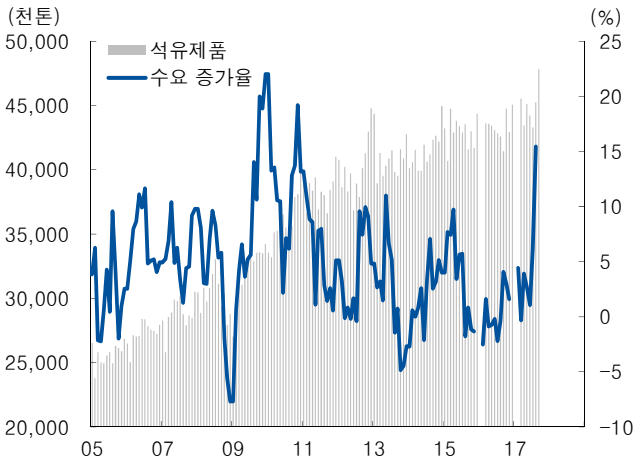
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 한국 복합 정제 마진 추이



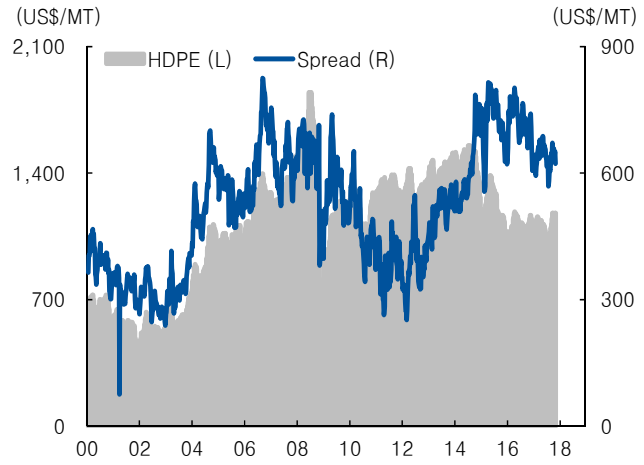
자료: IEA, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 중국 석유제품 수요 증가율 추이



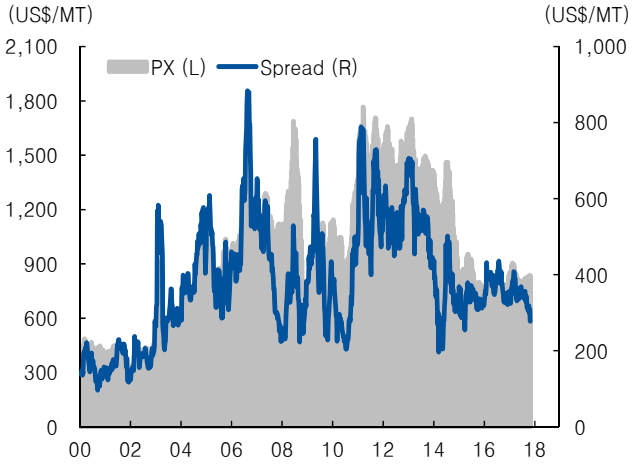
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. HDPE 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. PX 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 미래에셋대우 리서치센터

SK이노베이션 (096770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	**39,521**	**45,525**	**47,488**	**50,549**
매출원가	**34,562**	**40,622**	**42,492**	**45,386**
매출총이익	**4,959**	**4,903**	**4,996**	**5,163**
판매비와관리비	**1,730**	**1,782**	**1,782**	**1,782**
조정영업이익	**3,228**	**3,122**	**3,214**	**3,382**
영업이익	**3,228**	**3,122**	**3,214**	**3,382**
비영업손익	**-805**	**180**	**-14**	**-20**
금융손익	-168	-130	-125	-130
관계기업등 투자손익	-124	147	80	80
세전계속사업손익	2,423	3,302	3,200	3,362
계속사업법인세비용	702	896	800	840
계속사업이익	1,721	2,406	2,400	2,521
중단사업이익	0	-12	0	0
당기순이익	**1,721**	**2,394**	**2,400**	**2,521**
지배주주	1,671	2,344	2,352	2,471
비지배주주	50	50	48	50
총포괄이익	**1,711**	**2,289**	**2,400**	**2,521**
지배주주	1,661	2,183	2,240	2,353
비지배주주	50	106	160	168
EBITDA	4,143	4,017	4,260	4,592
FCF	3,071	1,090	360	501
EBITDA 마진율 (%)	10.5	8.8	9.0	9.1
영업이익률 (%)	8.2	6.9	6.8	6.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.2	5.1	5.0	4.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	**14,988**	**16,040**	**15,808**	**16,241**
현금 및 현금성자산	2,644	1,594	1,330	825
매출채권 및 기타채권	4,272	4,904	4,915	5,234
재고자산	4,445	5,290	5,302	5,645
기타유동자산	3,627	4,252	4,261	4,537
비유동자산	**17,594**	**18,007**	**19,961**	**21,762**
관계기업투자등	2,178	2,178	2,178	2,178
유형자산	13,603	14,099	16,147	18,024
무형자산	1,272	1,204	1,110	1,023
자산총계	**32,581**	**34,047**	**35,769**	**38,003**
유동부채	**8,737**	**9,065**	**8,983**	**9,390**
매입채무 및 기타채무	4,549	4,897	4,908	5,226
단기금융부채	1,808	1,378	1,279	1,187
기타유동부채	2,380	2,790	2,796	2,977
비유동부채	**5,540**	**5,442**	**5,444**	**5,495**
장기금융부채	4,871	4,659	4,659	4,659
기타비유동부채	669	783	785	836
부채총계	**14,276**	**14,507**	**14,427**	**14,885**
지배주주지분	**17,103**	**18,300**	**20,055**	**21,781**
자본금	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,883	5,883	5,883
이익잉여금	10,671	11,967	13,722	15,448
비지배주주지분	**1,202**	**1,239**	**1,287**	**1,337**
자본총계	**18,305**	**19,539**	**21,342**	**23,118**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	**3,678**	**2,434**	**3,360**	**3,501**
당기순이익	1,721	2,394	2,400	2,521
비현금수익비용가감	2,354	1,803	1,795	2,005
유형자산감가상각비	799	794	952	1,123
무형자산상각비	115	101	94	87
기타	1,440	908	749	795
영업활동으로인한자산및부채의변동	268	-870	-5	-151
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-315	-604	-10	-293
재고자산 감소(증가)	-858	-901	-12	-343
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,467	-71	10	275
법인세납부	-519	-829	-800	-840
투자활동으로 인한 현금흐름	**-2,056**	**-1,948**	**-3,009**	**-3,248**
유형자산처분(취득)	-567	-1,321	-3,000	-3,000
무형자산감소(증가)	-55	-42	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1,328	-562	-9	-248
기타투자활동	-106	-23	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-2,019**	**-1,603**	**-696**	**-837**
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,579	-643	-100	-92
자본의 증가(감소)	0	-1	0	0
배당금의 지급	-451	-1,055	-596	-746
기타재무활동	11	96	0	1
현금의 증가	**-375**	**-1,050**	**-265**	**-505**
기초현금	3,020	2,644	1,594	1,330
기말현금	2,644	1,594	1,330	825

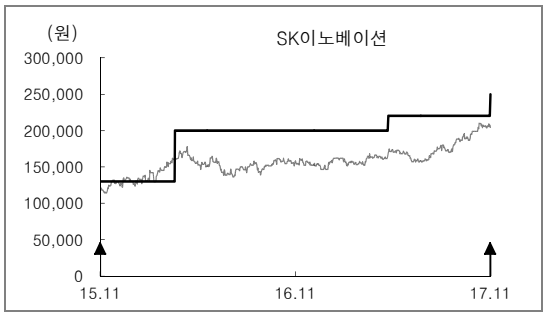
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	8.2	8.2	8.1	7.8
P/CF (x)	3.4	4.6	4.6	4.2
P/B (x)	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	3.8	5.3	5.0	4.7
EPS (원)	17,834	25,012	25,094	26,367
CFPS (원)	43,489	44,782	44,761	48,304
BPS (원)	183,956	196,731	215,460	233,871
DPS (원)	6,400	8,000	8,000	8,000
배당성향 (%)	34.2	30.7	30.7	29.2
배당수익률 (%)	4.4	3.9	3.9	3.9
매출액증가율 (%)	-18.3	15.2	4.3	6.4
EBITDA증가율 (%)	41.4	-3.0	6.0	7.8
조정영업이익증가율 (%)	63.0	-3.3	2.9	5.2
EPS증가율 (%)	105.1	40.2	0.3	5.1
매출채권 회전율 (회)	10.7	10.8	10.5	10.8
재고자산 회전율 (회)	9.9	9.4	9.0	9.2
매입채무 회전율 (회)	9.9	9.6	10.0	10.3
ROA (%)	5.4	7.2	6.9	6.8
ROE (%)	10.1	13.2	12.3	11.8
ROIC (%)	12.9	12.7	12.4	12.0
부채비율 (%)	78.0	74.2	67.6	64.4
유동비율 (%)	171.6	176.9	176.0	173.0
순차입금/자기자본 (%)	5.0	4.1	4.5	4.9
조정영업이익/금융비용 (x)	12.8	15.1	16.4	17.5

자료: SK이노베이션, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK이노베이션(096770)				
2017.11.02	매수	250,000	-	-
2017.04.25	매수	220,000	-19.32	-4.55



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
74.52%	12.50%	12.98%	0.00%

* 2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.