

2017. 2. 6



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 240,000 원

현재주가 (2.3) 156,500 원

상승여력 53.4 %

KOSPI 2,073.16pt

시가총액 144,709억원

발행주식수 9,247만주

유동주식비율 66.02%

외국인비중 40.23%

52주 최고/최저가 178,000원 / 129,500원

평균거래대금 393.9억원

주요주주(%)

SK(株) 33.4

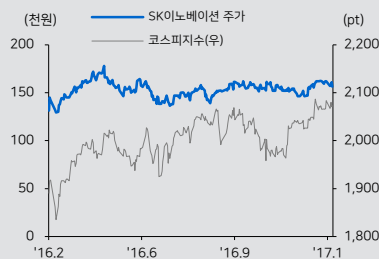
국민연금 10.0

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 0.97 10.21 19.01

상대주가 4.14 4.51 12.91

주가그래프



SK이노베이션 096770

놀라운 실적과 배당 서프라이즈!

- ✓ 정유업종 최선호주 및 적정주가 24만원 유지
- ✓ 4Q16 영업이익 8,494억원, 16년 연간 영업이익 3,2조원 달성
- ✓ 보통주 주당 배당금 6,400원(시가배당률 4.3% 수준)으로 배당주로서 매력 부각
- ✓ 17년 유가 상승과 정제마진 개선은 주가 상승의 촉매제로 판단
- ✓ 17년 정유부문과 화학부문의 강세에 힘입어 연간 영업이익 3.4조원 전망

4Q16 영업이익 +208.0% YoY, +104.7% QoQ 증가한 8,494 억원 달성

4Q16 영업이익은 8,494억원으로 최근 높아진 시장 예상치에 부합했다. 유가와 환율 상승(재고평가이익 2,200억원)은 영업이익에 긍정적으로 작용했다. 정유부문 영업이익은 유가 상승과 정제마진 개선으로 6,517억원(+609.1% QoQ)을 기록했다. 화학부문은 역내 크래커의 재가동에 따른 스프레드 축소(에틸렌 스프레드 3Q16 750 달러/톤→4Q16 618달러/톤), 인도 Reliance Industries의 신규 가동에 따른 가격 조정이 반영되어 영업이익 1,763억원(-18.2% QoQ)을 기록했다.

보통주 주당 배당금 6,400 원으로 결정, 배당주로 매력 부각

동사는 16년도 보통주 주당 배당금을 6,400원(시가배당률 4.3% 수준)으로 결정했다. 16년 연간 영업이익 3,2조원으로 확대된 이익 규모를 반영해 배당금을 증가시켰다. 동사는 실적발표를 통해 향후 배당금 확대에 대해 긍정적인 의사를 밝혔다.

투자의견 Buy, 적정주가 24 만원 유지

1Q17 영업이익은 8,558억원으로 전 분기 대비 소폭 증가하겠다. 정유부문 업황 강세(유가 상승과 석유제품 수요 강세)와 화학부문 이익 확대가 예상된다. 정제마진 개선의 요인은 (1) 휘발유와 디젤의 수요 증가, (2) 16년 대비 증가한 정기보수 규모(537만배럴/일, +10.4% YoY), (3) 일본 소재 정제설비가 폐쇄될 예정이기 때문이다. 17년 NCC의 호황국면이 지속된 가운데 화학부문의 실적 확대가 예상된다. 올해 역시 저가원재료 투입효과 및 타이트한 수급이 유효하다. 미국/중동의 본격적인 신규 설비 가동은 18년 이후로 예상되어 가격 하락 및 스프레드 축소는 나타나지 않을 전망이다. 오히려 NCC의 이익 체력은 한층 더 강화되겠다. 17년 동사의 이익 증가와 확대되는 배당금 정책을 고려하면 현재 동사의 주가는 저평가되었고, 현재가 매수 적기라는 판단이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	65,860.7	-182.8	-588.8	-6,368	적전	139,323	n/a	0.6	28.3	-3.8	118.5
2015	48,356.3	1,979.6	814.9	8,748	흑전	151,809	14.9	0.9	5.7	5.3	84.0
2016E	39,520.5	3,228.6	1,671.5	17,990	105.7	159,220	8.1	0.9	4.0	10.4	81.1
2017E	47,213.7	3,489.8	2,494.7	26,914	49.6	182,036	5.8	0.9	3.9	14.4	78.0
2018E	57,135.6	3,504.5	2,497.2	26,941	0.1	204,813	5.8	0.8	3.7	12.9	74.2

표1 SK이노베이션 4Q16 Earnings Review

(십억원)	4Q16P	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	10,079.1	10,867.9	-7.3	9,703.0	3.9	9,315.2	8.2	10,587.3	-4.8
영업이익	849.4	275.8	208.0	414.9	104.7	804.7	5.6	840.8	1.0
순이익(지배)	144.3	-201.7	흑전	360.0	-59.9	553.1	-73.9	566.0	-74.5

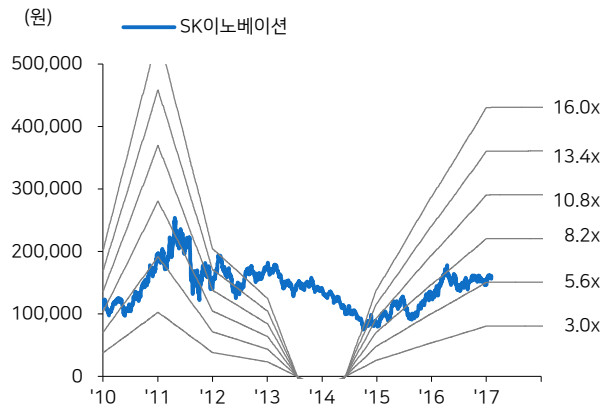
자료: SK이노베이션, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 SK이노베이션 사업부문별 실적 추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016P	2017E
매출액	9,458.2	10,280.2	9,703.0	10,079.1	10,361.4	11,996.7	12,386.6	12,468.9	48,356.3	39,520.5	47,213.7
에너지	6,646.0	7,442.5	7,025.2	7,256.0	6,440.5	8,161.7	8,515.8	8,714.3	35,299.7	28,369.7	31,832.3
종합화학	1,967.7	1,945.0	1,834.3	1,939.5	2,509.4	2,513.3	2,503.4	2,399.1	9,288.0	7,686.5	9,925.2
루브리컨츠	622.3	653.3	598.9	661.3	749.8	743.3	734.2	731.7	2,618.8	2,535.8	2,958.9
이노베이션	222.2	239.4	244.6	222.2	661.8	578.4	633.2	623.9	1,149.9	928.4	2,497.3
영업이익	844.8	1,119.5	414.9	849.4	855.8	899.6	899.7	834.8	1,979.6	3,228.6	3,489.8
%OP	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.3%	7.5%	7.3%	6.7%	4.1%	8.2%	7.4%
에너지	490.5	705.2	91.9	651.7	337.5	354.1	364.1	376.1	1,299.1	1,939.3	1,431.8
종합화학	224.3	302.7	215.4	176.3	421.7	437.4	433.6	351.9	431.0	918.7	1,644.5
루브리컨츠	132.2	132.9	117.0	84.6	88.7	87.9	79.8	83.1	294.7	466.7	339.5
이노베이션	23.0	-21.3	-0.9	-65.0	7.9	20.2	22.2	23.7	-45.1	-64.2	74.1
세전이익	740.0	901.2	430.8	351.6	826.0	874.4	874.3	809.3	1,654.1	2,423.6	3,384.0
순이익(지배주주)	555.9	611.4	360.0	144.3	608.9	644.6	644.6	596.6	814.9	1,671.6	2,494.7
% YoY											
매출액	-21.5%	-20.9%	-22.0%	-7.3%	9.5%	16.7%	27.7%	23.7%	-26.6%	-18.3%	19.5%
영업이익	163.0%	13.3%	14.0%	208.0%	1.3%	-19.6%	116.8%	-1.7%	흑전	63.1%	8.1%
세전이익	75.0%	5.7%	22.6%	흑전	11.6%	-3.0%	103.0%	130.1%	흑전	46.5%	39.6%
당기순이익	89.9%	6.9%	136.4%	흑전	9.5%	5.4%	79.0%	313.6%	흑전	105.1%	49.2%
% QoQ											
매출액	-12.9%	8.7%	-5.6%	3.9%	2.8%	15.8%	3.3%	0.7%			
영업이익	175.5%	32.5%	-62.9%	104.7%	0.8%	5.1%	0.0%	-7.2%			
세전이익	흑전	21.8%	-52.2%	-18.4%	134.9%	5.9%	0.0%	-7.4%			
당기순이익	흑전	10.0%	-41.1%	-59.9%	322.1%	5.9%	0.0%	-7.4%			

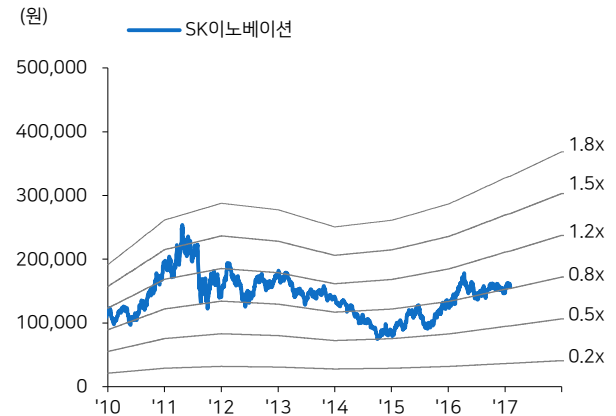
자료: SK이노베이션, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 PER 밴드 차트(12M Fwd 기준)



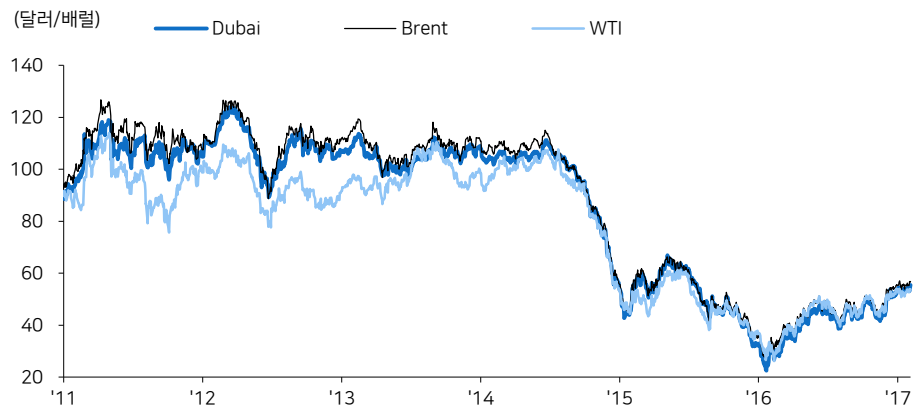
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 PBR 밴드 차트(12M Trailing 기준)



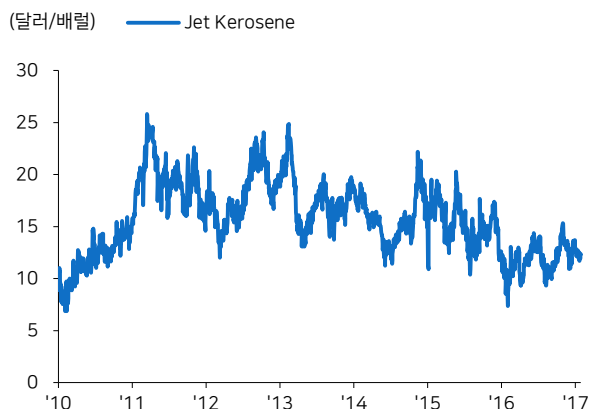
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 17년 유가는 60~70달러/배럴로 추가 상승을 예상함



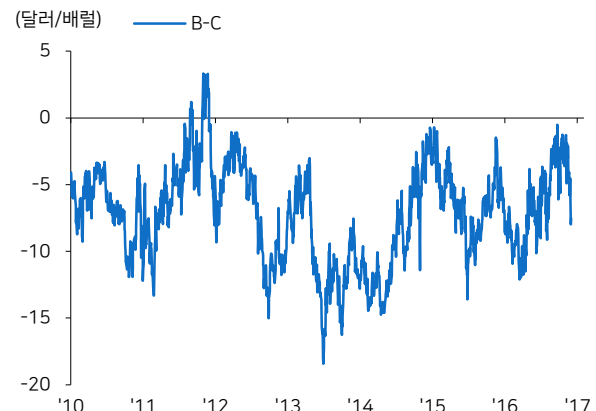
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 일시적인 수요 부진에 따른 Jet유 마진 하락

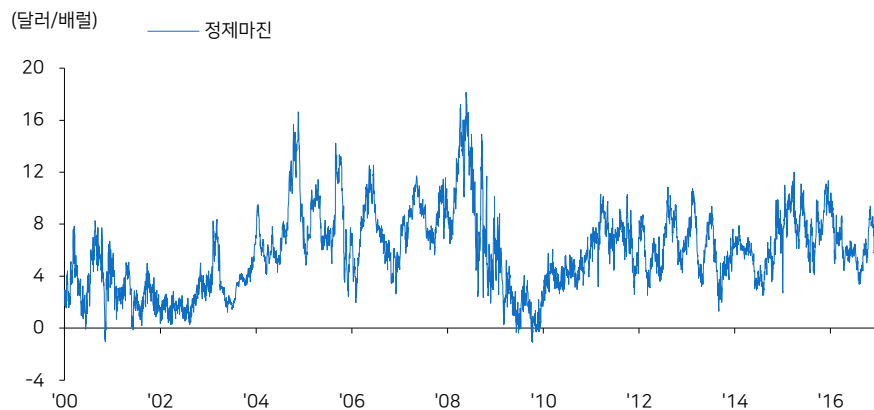


자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

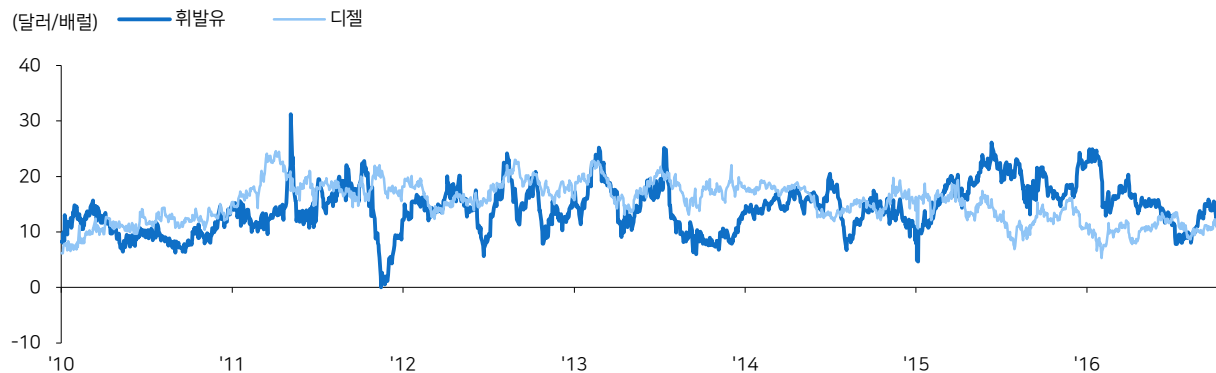
그림5 수요 증가에 따라 개선중인 B-C 마진



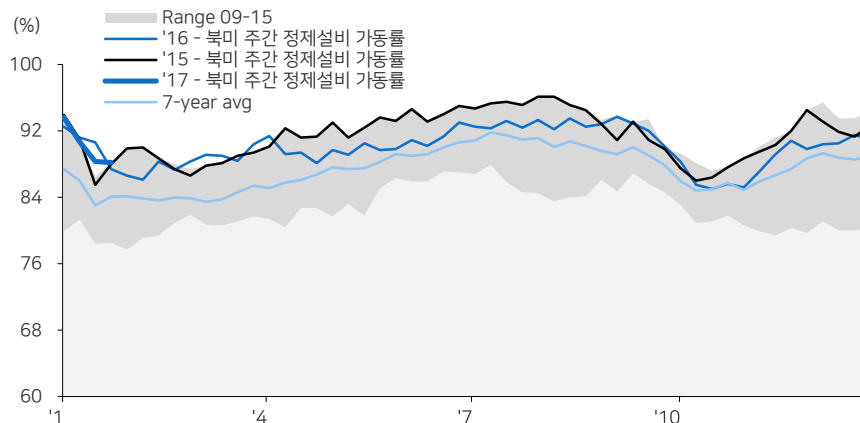
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 황보 중인 정제마진은 상반기 중 개선될 전망

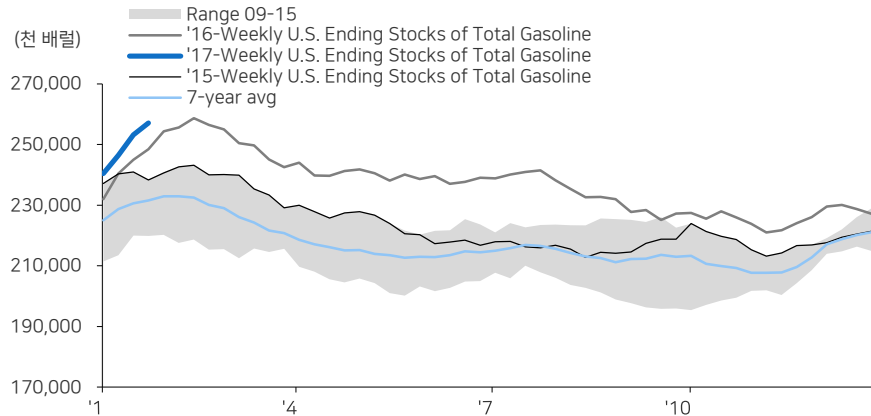
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 휘발유와 디젤 마진은 지속적으로 상승

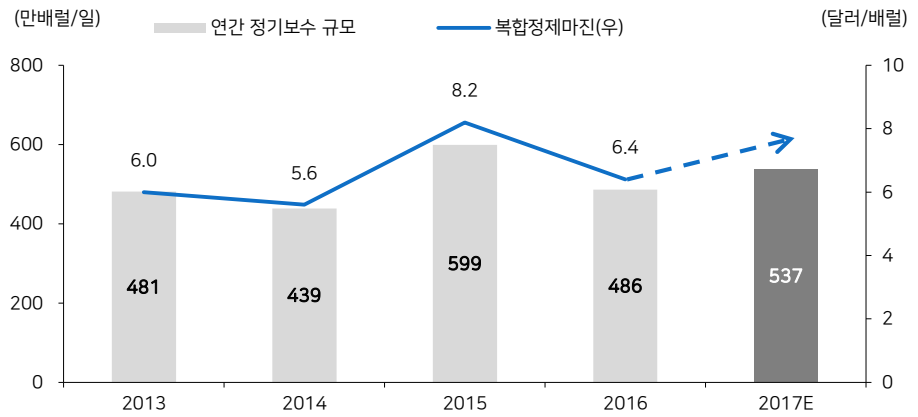
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 북미지역 정제설비 가동률 88% 수준으로 하락

자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림9 북미지역 휘발유 재고량 증가는 강추위로 인해 일시적으로 수요가 둔화되었다는 판단

자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 16년 대비 증가한 17년 글로벌 정제설비 정기보수는 정제마진 개선을 이끌 전망

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 17년 아시아 역내 정제설비 정기보수 일정

국가	기업	개시일	종료일	생산능력(천배럴/일)	설비
태국	IRPC	2월	5월	215.0	전 설비
대만	Formosa	3월	4월	84.0	RFCC
일본	JX Nippon	3월	5월	49.0	RFCC
일본	JX Nippon	3월	5월	26.0	RFCC
중국	PetroChina	3월 27일	5월	410.0	전 설비
베트남	PetroVietnam	5월 27일	7월	130.0	전 설비
대만	CPC	3분기 이후	-	50.0	RFCC
한국	현대오일뱅크	8월	9월	52.0	RFCC

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK 이노베이션(096770)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	65,860.7	48,356.3	39,520.5	47,213.7	57,135.6
매출액증가율 (%)	-0.3	-26.6	-18.3	19.5	21.0
매출원가	64,244.4	44,196.8	34,741.8	42,145.1	51,717.6
매출총이익	1,616.3	4,159.5	4,778.7	5,068.6	5,418.0
판매비와관리비	1,799.1	2,179.9	1,550.1	1,578.8	1,913.5
영업이익	-182.8	1,979.6	3,228.6	3,489.8	3,504.5
영업이익률 (%)	-0.3	4.1	8.2	7.4	6.1
금융수익	-349.1	-320.0	-342.8	-60.8	-61.9
종속/관계기업관련손익	130.8	257.0	85.4	115.0	0.0
기타영업외손익	-35.6	-262.4	-548.7	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	-436.7	1,654.1	2,423.6	3,384.0	3,282.6
법인세비용	-3.6	656.6	592.2	812.2	795.3
당기순이익	-537.2	867.7	1,721.6	2,571.8	2,574.4
지배주주지분 순이익	-588.8	814.9	1,671.5	2,494.7	2,497.2

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	14,888.4	12,842.2	13,704.9	14,725.2	16,177.6
현금및현금성자산	2,938.6	3,019.7	2,651.5	966.2	250.9
매출채권	4,631.1	3,477.2	3,217.9	3,980.9	4,608.1
재고자산	5,218.7	3,559.8	4,044.3	5,088.0	5,889.6
비유동자산	20,212.9	18,517.7	17,942.4	20,175.7	21,669.5
유형자산	15,126.2	13,914.2	13,711.1	15,399.1	16,454.9
무형자산	1,943.8	1,663.1	1,368.7	1,277.9	1,193.1
투자자산	2,662.8	2,678.4	2,682.6	3,318.7	3,841.5
자산총계	35,101.3	31,359.8	31,647.3	34,900.9	37,847.1
유동부채	11,403.4	7,494.0	8,028.8	8,978.9	9,650.9
매입채무	4,416.8	2,754.3	3,478.7	4,303.5	4,981.5
단기차입금	3,023.8	389.3	79.7	79.7	59.7
유동성장기부채	1,137.0	1,655.4	1,833.3	1,333.3	833.3
비유동부채	7,636.9	6,819.5	6,139.5	6,318.5	6,465.7
사채	6,086.3	5,465.0	4,602.0	4,602.0	4,602.0
장기차입금	728.2	665.1	771.2	771.2	771.2
부채총계	19,040.3	14,313.5	14,168.3	15,297.4	16,116.6
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,893.1	5,884.2	5,884.2	5,884.2	5,884.2
기타포괄이익누계액	138.7	223.4	5.2	5.2	5.2
이익잉여금	8,636.0	9,449.6	10,068.0	12,115.3	14,165.1
비지배주주지분	1,060.7	1,156.6	1,189.1	1,266.3	1,343.5
자본총계	16,061.1	17,046.3	17,479.0	19,603.5	21,730.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	927.1	4,085.7	2,972.1	3,284.9	3,340.2
당기순이익(손실)	-537.2	867.7	1,721.6	2,571.8	2,574.4
유형자산감가상각비	700.1	803.2	805.6	862.0	944.2
무형자산상각비	84.9	148.3	100.9	90.8	84.8
운전자본의 증감	803.8	1,547.3	129.3	-239.7	-263.3
투자활동 현금흐름	-2,569.4	-1,345.4	-1,998.3	-3,884.4	-3,096.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,635.1	-448.8	-672.2	-2,550.0	-2,000.0
투자자산의 감소(증가)	-89.6	267.7	26.1	-636.1	-522.9
재무활동 현금흐름	1,709.9	-2,768.3	-1,211.8	-1,085.8	-958.6
차입금증감	2,395.9	-3,109.3	-916.9	-489.3	-511.2
자본의증가	0.0	-8.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가	90.0	81.1	-368.2	-1,685.3	-715.3
기초현금	2,848.6	2,938.6	3,019.7	2,651.5	966.2
기말현금	2,938.6	3,019.7	2,651.5	966.2	250.9

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	712,273	522,966	427,408	510,608	617,912
EPS(지배주주)	-6,368	8,748	17,990	26,914	26,941
CFPS	6,830	33,010	38,063	47,612	48,293
EBITDAPS	6,512	31,699	44,719	48,046	49,029
BPS	139,323	151,809	159,220	182,036	204,813
DPS	0	4,800	6,400	4,800	4,800
배당수익률(%)	0.0	3.7	4.4	3.3	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	n/a	14.9	8.1	5.8	5.8
PCR	12.5	3.9	3.8	3.3	3.2
PSR	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.6	0.9	0.9	0.9	0.8
EBITDA	602.2	2,931.1	4,135.0	4,442.6	4,533.5
EV/EBITDA	28.3	5.7	4.0	3.9	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.8	5.3	10.4	14.4	12.9
EBITDA 이익률	0.9	6.1	10.5	9.4	7.9
부채비율	118.5	84.0	81.1	78.0	74.2
금융비용부담률	0.4	0.6	0.6	0.3	0.2
이자보상배율(x)		7.4	13.9	24.9	26.9
매출채권회전율(x)	13.5	11.9	11.8	13.1	13.3
재고자산회전율(x)	10.7	11.0	10.4	10.3	10.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 7월 14일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 이노베이션(096770) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.02.06	기업브리프	Buy	120,000	황유식	
2015.07.24	기업브리프	Buy	120,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	Buy	120,000	황유식	
2015.10.26	기업브리프	Buy	160,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	Buy	160,000	황유식	
2015.12.07	산업브리프	Buy	160,000	황유식	
2016.01.18	기업브리프	Buy	160,000	황유식	
2016.02.04	기업브리프	Buy	160,000	황유식	
				담당자 변경	
2016.06.09	산업분석	Buy	220,000	노우호	
2016.06.28	산업브리프	Buy	220,000	노우호	
2016.07.25	기업브리프	Buy	220,000	노우호	
2016.09.06	산업분석	Buy	220,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	240,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	240,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	240,000	노우호	
2017.02.06	기업브리프	Buy	240,000	노우호	