

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

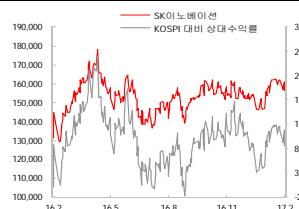
Company Data

자본금	4,686 억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	52 만주
액면가	5,000 원
시가총액	144,709 억원
주요주주	
SK(주)(외2)	33.41%
국민연금공단	10.00%
외국인지분율	40.20%
배당수익률	3.10%

Stock Data

주가(17/02/04)	156,500 원
KOSPI	2073.16 pt
52주 Beta	1.41
52주 최고가	178,000 원
52주 최저가	129,500 원
60일 평균 거래대금	394 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10%	-0.5%
6개월	10.2%	6.0%
12개월	19.0%	8.5%

SK 이노베이션 (096770/KS | 매수(유지) | T.P 180,000 원(유지))

4Q16 review: 최고의 실적, 그리고 DPS 6,400 원

4Q16 OP는 8,494 억원으로 호실적이었음. 유가/환율/경제마진 동반 상승으로 정유 사업부 이익이 호전된 것이 가장 큰 원인이었음. 다만 1 분기는 분위기가 다를 것으로 판단함. 16년 연간 이익을 아끌었던 유가 상승의 효과가 소멸되었고, 하락한 경제마진 수준이 부담이 되기 때문임. 4Q16 호실적과 높은 배당은 주가에 분명한 호재지만, 2017년 실적에 대한 우려와 그를 반영한 1 분기 시황 풍화는 상승 폭을 제한적으로 만드는 요인임

4Q16 영업이익 8,494 억원(QoQ +104.7% / YoY +208.0%)

SK 증권 리서치센터 추정치 9,688 억원을 하회했지만, 이익률이 8.4%에 이를 정도로 호실적임. 전기대비 이익 강세의 기본적인 원인은 정유(3Q 919 억원 → 4Q 6,517 억원)에 있음. 기본적으로 유가(Dubai 기준 \$43.2/bbl → \$48.7/bbl)가 강세를 보였을 뿐만 아니라, 환율(1,120 원 → 1,158 원)도 상승했고, 동절기 성수기를 맞아 경제마진(\$6.0/bbl → \$7.8/bbl)도 반등하며 큰 폭의 이익 상승을 기록했음. 다만 석유화학은 정기보수, 윤활유는 비수기 영향으로 감익되었음. 한편 기본배당 4,800 원 + 특별배당 1,600 원으로 총 6,400 원의 배당을 결정했음. 지난 연말 배당을 노린 투자는 유효하였음.

1Q17 영업이익 6,133 억원(QoQ-27.8% / YoY -27.4%) 추정

다만 뜨거웠던 4 분기와 달리 1 분기 분위기는 사뭇 다를 것으로 판단함. 기본적으로 시황을 견인했던 유가상승의 효과가 연초 이후 일단락되었고, 그 외 환율과 마진 역시 전분기 대비 하락하는 양상을 보이기 때문임. 사실 연간으로 볼 때 복합경제마진이 15년 \$9.3/bbl 대비 16년 \$6.9/bbl로 급락했음에도 연간이익이 15년 0.8 조원에서 16년 1.7 조원으로 2 배 이상 급증을 한 것은 주로 유가(Dubai 기준 15년 말 \$32.2/bbl → 16년 말 \$53.8/bbl) 효과였음을 의미함. 즉 2017년 전반에서 작년과 같은 유가 상승 효과가 발생하지 않는다면 이익은 기대치에 미치지 못할 수 있음

목표주가 180,000 원 / 투자의견 매수 유지

4Q 호실적과 배당매력으로 주가 상승 가능하지만, 차후 시황 감안 시 상승여력 제한적

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	43,867	53,722	68,371	74,949	75,975	75,512
yoY	%	-16.6	22.5	27.3	9.6	1.4	-0.6
영업이익	십억원	1,226	2,268	2,960	1,984	2,482	2,369
yoY	%	-39.6	85.1	30.5	-33.0	25.1	-4.6
EBITDA	십억원	1,940	2,909	3,565	2,632	3,225	3,122
세전이익	십억원	887	1,502	4,309	1,720	2,224	2,376
순이익(자배주주)	십억원	669	1,139	3,169	1,216	1,715	1,832
영업이익률%	%	2.8	4.2	4.3	2.7	3.3	3.1
EBITDA%	%	4.4	5.4	5.2	3.5	4.2	4.1
순이익률	%	1.6	2.1	4.7	1.6	2.3	2.4
EPS	원	7,142	12,151	33,816	12,972	18,300	19,546
PER	배	16.5	16.0	4.2	13.4	7.7	4.4
PBR	배	1.4	1.6	0.9	1.0	0.8	0.4
EV/EBITDA	배	9.2	8.9	5.0	8.0	5.4	3.6
ROE	%	8.9	11.9	24.4	8.0	10.3	9.8
순차입금	십억원	6,443	7,651	4,210	4,705	4,047	3,173
부채비율	%	204.3	154.6	136.2	140.1	125.8	113.7

4Q16 review

	(단위 %, 십억원)									
	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16E	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차0(a/b)
매출액	10,867.9	9,458.2	10,280.2	9,703.0	10,079.1	(7.3)	3.9	10,685.0	10,870.6	(7.3)
영업이익	275.8	844.8	1,119.5	414.9	849.4	208.0	104.7	899.8	968.8	(12.3)
세전이익	(3.6)	740.0	901.2	430.8	349.5	(9,720.4)	(18.9)	787.1	960.9	(63.6)
지배순이익	(201.7)	555.9	611.4	360.0	152.3	(175.5)	(57.7)	611.4	730.4	(79.1)
영업이익률	2.5	8.9	10.9	4.3	8.4	5.9	4.2	8.4	8.9	(0.5)
세전이익률	(0.0)	7.8	8.8	4.4	3.5	3.5	(1.0)	7.4	8.8	(5.4)
지배주주순이익률	(1.9)	5.9	5.9	3.7	1.5	3.4	(2.2)	5.7	6.7	(5.2)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	4Q17E	4Q18E	4Q19E	4Q20E
ROE(지배주주지분)	7.4%	ROE(지배주주지분)	5.3%	8.8%	5.9%	6.1%	5.3%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	7.4%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.98						
4Q17E EPS(지배주주지분)	178,975						
Target Price	176,147						

자료: SK 이노베이션 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q17E	4Q18E	4Q19E	4Q20E
EPS(지배주주지분)	8,748	16,710	11,766	12,751	11,550
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	14,413				
4Q17E EPS	16,710				
4Q18E EPS	11,766				

Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	144,133	151,340	158,547	165,753	172,960	180,167	187,373	194,580	201,787	208,993
TP by 4Q17E EPS	167,100	175,455	183,810	192,165	200,520	208,875	217,230	225,585	233,940	242,295
TP by 4Q18E EPS	117,656	123,539	129,421	135,304	141,187	147,070	152,953	158,835	164,718	170,601

자료: SK 이노베이션 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	48,356.3	40,312.0	39,756.3	48,356.3	39,520.5	39,321.8	0.0%	-2.0%	-1.1%
YoY %	-26.6%	-16.6%	-1.4%	-26.6%	-18.3%	-0.5%			
영업이익	1,979.6	3,347.9	2,077.9	1,979.6	3,228.6	2,260.7	0.0%	-3.6%	8.8%
YoY %	흑전	69.1%	-37.9%	흑전	63.1%	-30.0%			
EBITDA	2,931.1	4,253.3	2,978.5	2,931.1	4,133.9	3,161.2	0.0%	-2.8%	6.1%
YoY %	386.8%	45.1%	-30.0%	386.8%	41.0%	-23.5%			
순이익	814.9	2,257.6	1,419.9	814.9	1,679.6	1,549.2	0.0%	-25.6%	9.1%
YoY %	흑전	177.0%	-37.1%	흑전	106.1%	-7.8%			

자료: SK 이노베이션, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E
매출액	10,870.6	10,347.4	9,665.3	9,563.1	10,079.1	10,235.4	9,562.0	9,458.6	-7.3%	-1.1%	-1.1%	-1.1%
YoY %	0.0%	9.4%	-6.0%	-1.4%	-7.3%	8.2%	-7.0%	-2.5%				
QoQ %	12.0%	-4.8%	-6.6%	-1.1%	3.9%	1.6%	-6.6%	-1.1%				
영업이익	968.8	469.9	365.7	521.5	849.4	613.3	393.7	526.1	-12.3%	30.5%	7.7%	0.9%
YoY %	251.3%	-44.4%	-67.3%	25.7%	208.0%	-27.4%	-64.8%	26.8%				
QoQ %	133.5%	-51.5%	-22.2%	42.6%	104.7%	-27.8%	-35.8%	33.6%				
EBITDA	1,193.9	695.0	590.8	746.7	1,074.5	838.4	618.8	751.2	-10.0%	20.6%	4.7%	0.6%
YoY %	128.9%	-35.1%	-56.2%	16.7%	106.0%	-21.8%	-54.1%	17.4%				
QoQ %	86.5%	-41.8%	-15.0%	26.4%	67.9%	-22.0%	-26.2%	21.4%				
순이익	730.4	307.8	231.7	361.5	152.3	417.5	249.4	360.6	-79.1%	35.6%	7.7%	-0.2%
YoY %	흑전	-44.6%	-62.1%	0.4%	흑전	-24.9%	-59.2%	0.2%				
QoQ %	102.9%	-57.9%	-24.7%	56.1%	-57.7%	174.1%	-40.2%	44.6%				

자료: SK 이노베이션, SK 증권

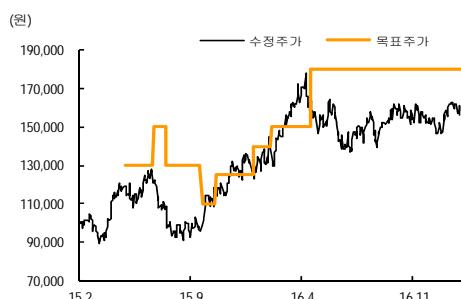
투자의견변경

일시

투자의견

목표주가

2017.02.06	매수	180,000원
2016.09.27	매수	180,000원
2016.07.25	매수	180,000원
2016.06.27	매수	180,000원
2016.04.25	매수	180,000원
2016.02.11	매수	150,000원
2016.01.05	매수	140,000원
2015.10.25	매수	125,000원
2015.09.30	매수	110,000원
2015.07.30	매수	130,000원
2015.07.23	매수	130,000원
2015.06.29	매수	150,000원
2015.05.06	매수	130,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 2 월 6 일 현재 SK 이노베이션(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 2월 6일 기준)

매수	95.62%	중립	4.38%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	14,888	12,842	13,958	15,482	16,190
현금및현금성자산	2,939	3,020	3,001	4,536	6,085
매출채권및기타채권	5,475	3,894	3,560	3,555	3,168
재고자산	5,219	3,560	4,044	4,039	3,635
비유동자산	20,213	18,518	17,666	17,439	17,186
장기금융자산	418	340	324	324	324
유형자산	15,126	13,914	13,511	13,284	13,031
무형자산	1,944	1,663	1,392	1,392	1,392
자산총계	35,101	31,360	31,624	32,921	33,376
유동부채	11,403	7,494	7,890	7,885	7,511
단기금융부채	4,521	2,124	1,906	1,906	1,906
매입채무 및 기타채무	4,644	2,994	3,748	3,743	3,368
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7,637	6,819	6,111	6,111	6,111
장기금융부채	6,848	6,136	5,384	5,384	5,384
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	31	53	67	67	67
부채총계	19,040	14,313	14,002	13,997	13,622
지배주주지분	15,000	15,890	16,446	17,748	18,577
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,893	5,884	5,884	5,884	5,884
기타자본구성요소	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
자기주식	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	8,636	9,450	10,229	11,531	12,360
비자매주주지분	1,061	1,157	1,177	1,177	1,177
자본총계	16,061	17,046	17,623	18,924	19,754
부채와자본총계	35,101	31,360	31,624	32,921	33,376

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	927	4,086	3,537	2,806	2,736
당기순이익(순실)	(537)	868	1,721	1,600	1,128
비현금성항목등	1,169	2,185	1,773	1,200	1,200
유형자산감가상각비	785	952	905	901	901
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(384)	(1,233)	(867)	(300)	(300)
운전자본감소(증가)	807	1,560	643	5	408
매출채권및기타채권의 감소증가)	464	907	248	5	352
재고자산감소(증가)	1,861	1,659	(484)	5	404
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,614)	(1,662)	724	(5)	(348)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	615	567	236	236
투자활동현금흐름	(2,569)	(1,345)	(1,611)	(673)	(647)
금융자산감소(증가)	31	(1,488)	(1,081)	0	0
유형자산감소(증가)	(1,554)	(349)	(495)	(673)	(647)
무형자산감소(증가)	(665)	(244)	(46)	0	0
기타	(382)	736	11	0	0
재무활동현금흐름	1,710	(2,768)	(1,711)	(298)	(298)
단기금융부채증가(감소)	(67)	(3,744)	(359)	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,042	975	(454)	0	0
자본의증가(감소)	81	100	0	0	0
배당금의 지급	300	0	899	298	298
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	90	81	(18)	1,535	1,549
기초현금	2,849	2,939	3,020	3,001	4,536
기말현금	2,939	3,020	3,001	4,536	6,085
FCF	26	4,160	3,175	2,008	2,020

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	65,861	48,356	39,520	39,322	37,801
매출원가	64,244	44,197	34,654	35,421	34,569
매출총이익	1,616	4,159	4,866	3,900	3,233
매출총이익률 (%)	2.5	8.6	12.3	9.9	8.6
판매비와관리비	1,799	2,180	1,638	1,640	1,576
영업이익	(183)	1,980	3,229	2,261	1,656
영업이익률 (%)	(0.3)	4.1	8.2	5.7	4.4
비영업손익	(254)	(325)	(807)	(223)	(220)
순금융비용	1,071	1,003	469	248	281
외환관련손익	(208)	(179)	42	0	0
관계기업투자등 관련손익	131	257	84	158	128
세전계속사업이익	(437)	1,654	2,421	2,038	1,437
세전계속사업이익률 (%)	(0.7)	3.4	6.1	5.2	3.8
계속사업법인세	(4)	657	700	438	309
계속사업이익	(433)	998	1,721	1,600	1,128
중단사업이익	(104)	(130)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(537)	868	1,721	1,600	1,128
순이익률 (%)	(0.8)	1.8	4.4	4.1	3.0
지배주주	(589)	815	1,680	1,549	1,092
지배주주구속 순이익률(%)	(0.9)	1.7	4.2	3.9	2.9
비지배주주	52	53	42	51	36
총포괄이익	(448)	954	1,479	1,600	1,128
지배주주	(541)	898	1,451	1,549	1,092
비지배주주	92	56	28	51	36
EBITDA	602	2,931	4,134	3,161	2,557

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(0.3)	(26.6)	(18.3)	(0.5)	(3.9)
영업이익		적전	흑전	63.1	(30.0)
세전계속사업이익		적전	흑전	46.4	(29.5)
EBITDA	(71.0)	386.8	41.0	(23.5)	(19.1)
EPS(계속사업)		적전	흑전	107.6	(7.8)
수익성 (%)					
ROE		(3.8)	5.3	10.4	9.1
ROA		(1.5)	2.6	5.5	5.0
EBITDA/마진		0.9	6.1	10.5	8.0
안정성 (%)					
유동비율		130.6	171.4	176.9	196.3
부채비율		118.5	84.0	79.5	74.0
순자본/자기자본		43.7	11.7	(0.9)	(9.0)
EBITDA/이자비용(배)		(0.1)	0.3	0.1	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)		(6,368)	8,748	18,164	16,754
BPS		142,715	155,768	165,086	178,975
CFPS		6,441	22,892	32,754	28,546
주당 현금배당금		n/a	4,800	6,400	3,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)		(134)	14.9	8.1	9.3
PER(최저)		0.6	0.8	0.9	0.8
PBR(최고)		13.2	5.7	4.5	5.5
PBR(최저)		24.8	4.8	3.3	4.1
PCR		5.8	4.5	6.3	5.0
EV/EBITDA(최고)		5.8	4.5	6.3	3.3
EV/EBITDA(최저)		5.8	4.5	6.3	5.0