

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	147,020 억원
주요주주	
SK(주)(외2)	33.41%
국민연금공단	8.72%
외국인지분률	42.00%
배당수익률	3.00%

Stock Data

주가(16/09/26)	159,000 원
KOSPI	2054.07 pt
52주 Beta	1.53
52주 최고가	178,000 원
52주 최저가	96,000 원
60일 평균 거래대금	419 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.9%	8.7%
6개월	-0.9%	-3.8%
12개월	64.4%	55.7%

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

3Q16 preview: 예정되었던 실적 약재

3Q OP는 4,657 억원으로 추정되어 컨센서스를 -22.5% 하회할 것으로 판단함. 상반기 이미 정제마진이 유가 레벨에 맞춰 급락한 상황에서 유가반등과 원화약세 호재로 호실적이 달성된 것이었기 때문에, 동 요인이 소멸된 금번 분기의 이익 하락은 어떻게 보자면 당연한 결과물임. 현재 유가의 추가 하락 가능성도 부각되고 있기 때문에, 배당매력을 바탕으로 하더라도 동사 주가의 추가 상승여력은 높지 않은 것으로 판단함

3Q16 추정 영업이익 4,657 억원(QoQ -58.4% / YoY +37.1%)

9/23 기준 시장 컨센서스 6,010 억원을 -22.5% 하회하는 실적 수준일 것으로 판단함. 전분기 대비 실적의 급격한 감소는 어느 정도 예정된 부분이었음. 이미 2016년 진입 이후 유가 레벨에 맞춰 정제마진이 급락했음에도 불구하고, 상반기는 유가반등과 환율약세 효과로 인하여 호실적이 발생했던 것이기 때문임. 그러나 금번 분기에서는 두 가지가 모두 소멸되면서 결국 과대 계상되었던 이익이 그만큼 사라지는 것으로 판단할 수 있음. 그나마 동사로서는 화학의 에틸렌 사업부의 존재감이 부각될 수 있을 것으로 기대됨.

불확실해진 유가의 방향성

상반기 지속적으로 상승하던 유가는 하반기 사우디 OSP 하향, WTI 투기 수요의 감소, 달러약세 일단락의 요인 등에 의하여 재차 하락하고 있음. 여전히 \$45/bbl 내외에 유지되고 있지만 지난 해 연말 \$30/bbl 선도 붕괴되었던 경험을 감안할 때 하락은 아직 있다고 할 수 있음. 동절기 성수기를 앞두고 정제마진의 반등을 기대할 수도 있지만, 결국 정유의 이익은 유가의 함수라는 것을 감안할 때 유가 추이를 지속 주목해야 함

목표주가 180,000 원 / 투자 의견 매수 유지

예상한 수준의 감익이라는 판단 하에 목표주가와 투자 의견을 따로 조정하지 않았음. 최근 연간이익 강세에 대한 배당 merit가 정유 업종의 유가를 지지하는 또 다른 요인으로 작용 중임. 그러나 정유 업종의 배당은 이익에 따른 가변이 심하기 때문에 동 요인이 소멸되는 시점에서는 차후 이익 수준에 따른 주가 재평가 작업도 가능할 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	66,039.3	65,860.7	48,356.3	38,503.0	33,251.3	31,165.5
yoy	%	(9.9)	(0.3)	(26.6)	(20.4)	(13.6)	(6.3)
영업이익	십억원	1,406.4	(182.8)	1,979.6	2,915.2	1,330.8	1,469.7
yoy	%	(17.2)	적전	흑전	47.3	(54.4)	10.4
EBITDA	십억원	2,075.7	602.2	2,931.1	3,826.7	2,243.5	2,382.4
세전이익	십억원	1,139.1	(436.7)	1,654.1	2,944.4	1,340.1	1,520.9
순이익(지배주주)	십억원	729.9	(588.8)	814.9	2,160.4	1,021.2	1,159.0
영업이익률%	%	2.1	(0.3)	4.1	7.6	4.0	4.7
EBITDA%	%	3.1	0.9	6.1	9.9	6.7	7.6
순이익률%	%	1.7	(0.7)	3.4	7.6	4.0	4.9
EPS	원	4,712	(6,368)	8,748	23,364	11,044	12,534
PER	배	30.0	(13.4)	14.9	6.8	14.4	12.7
PBR	배	0.9	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	8.8	24.8	4.8	3.4	5.1	6.2
ROE	%	4.7	(3.8)	5.3	13.2	5.9	6.5
순차입금	십억원	5,163	7,014	1,988	(1,952)	(3,402)	(5,145)
부채비율	%	108.6	118.5	84.0	78.5	75.1	70.7

3Q16 preview

(단위: % 십억원)

	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	12,450.2	10,865.0	9,458.2	10,280.2	10,012.5	(19.6)	(2.6)	10,444.4	(4.1)
영업이익	339.8	306.6	844.8	1,119.5	465.7	37.1	(58.4)	601.0	(22.5)
세전이익	327.3	27.2	740.0	901.2	609.6	86.2	(32.4)	582.0	4.7
지배순이익	152.3	(201.7)	555.9	611.4	464.5	205.1	(24.0)	437.1	6.3
영업이익률	2.7	2.8	8.9	10.9	4.7	1.9	(6.2)	5.8	(1.1)
세전이익률	2.6	0.3	7.8	8.8	6.1	3.5	(2.7)	5.6	0.5
지배주주순이익률	1.2	(1.9)	5.9	5.9	4.6	3.4	(1.3)	4.2	0.5

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
ROE(지배주주지분)	7.6%	5.3%	8.6%	6.1%	6.6%	6.4%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE 7.6%				
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.02					
2Q17E BPS(지배주주지분)	175,700					
Target Price	178,415					

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
EPS(지배주주지분)	8,748	16,123	11,831	13,318	13,652
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	14,456				
2Q17E EPS	16,123				
2Q18E EPS	11,831				

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	144,564	151,792	159,020	166,249	173,477	180,705	187,933	195,161	202,389	209,618
TP by 2Q17E EPS	161,228	169,289	177,351	185,412	193,473	201,535	209,596	217,658	225,719	233,780
TP by 2Q18E EPS	118,306	124,221	130,136	136,051	141,967	147,882	153,797	159,713	165,628	171,543

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	37,386.4	30,175.8	48,356.3	38,503.0	33,251.3	0.0%	3.0%	10.2%
YoY %	-26.6%	-22.7%	-19.3%	-26.6%	-20.4%	-13.6%			
영업이익	1,979.6	2,819.2	1,539.4	1,979.6	2,915.2	1,330.8	0.0%	3.4%	-13.6%
YoY %	흑전	42.4%	-45.4%	흑전	47.3%	-54.4%			
EBITDA	2,931.1	3,726.7	2,446.9	2,931.1	3,826.7	2,243.5	0.0%	2.7%	-8.3%
YoY %	386.8%	27.1%	-34.3%	386.8%	30.6%	-41.4%			
순이익	814.9	2,228.5	1,217.0	814.9	2,160.4	1,021.2	0.0%	-3.1%	-16.1%
YoY %	흑전	173.5%	-45.4%	흑전	165.1%	-52.7%			

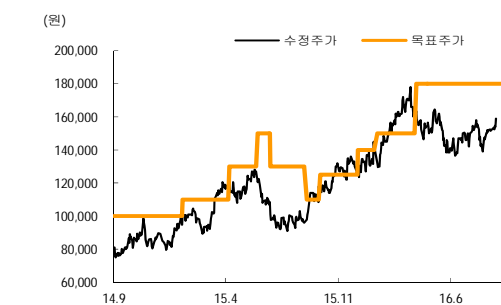
자료: SK 이노베이션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E
매출액	9,200.1	8,448.0	7,723.0	7,531.4	10,012.5	8,752.0	8,492.1	8,308.7	8.8%	3.6%	10.0%	10.3%
YoY %	-26.1%	-22.2%	-18.3%	-26.7%	-19.6%	-19.4%	-10.2%	-19.2%				
QoQ %	-10.5%	-8.2%	-8.6%	-2.5%	-2.6%	-12.6%	-3.0%	-2.2%				
영업이익	484.3	370.6	274.2	394.1	465.7	485.2	344.7	315.1	-3.8%	30.9%	25.7%	-20.0%
YoY %	42.5%	20.9%	-67.5%	-64.8%	37.1%	58.3%	-59.2%	-71.9%				
QoQ %	-56.7%	-23.5%	-26.0%	43.7%	-58.4%	4.2%	-28.9%	-8.6%				
EBITDA	711.2	597.5	501.1	621.0	693.9	713.4	572.9	543.3	-2.4%	19.4%	14.3%	-12.5%
YoY %	22.7%	8.2%	-53.2%	-53.9%	19.7%	29.2%	-46.5%	-59.7%				
QoQ %	-47.2%	-16.0%	-16.1%	23.9%	-48.5%	2.8%	-19.7%	-5.2%				
순이익	556.7	498.8	197.5	310.5	464.5	528.6	259.0	238.7	-16.6%	6.0%	31.2%	-23.1%
YoY %	265.6%	흑전	-64.5%	-49.7%	205.1%	흑전	-53.4%	-61.0%				
QoQ %	-9.8%	-10.4%	-60.4%	57.2%	-24.0%	13.8%	-51.0%	-7.8%				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	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
	2015.03.29	매수	110,000원



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 9월 27 현재 SK 이노베이션(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 27일 기준)

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	14,888	12,842	14,759	15,873	17,014
현금및현금성자산	2,939	3,020	4,730	6,181	7,923
매출채권및기타채권	5,475	3,894	3,263	3,101	2,810
재고자산	5,219	3,560	3,427	3,271	2,993
비유동자산	20,213	18,518	17,575	16,895	16,201
장기금융자산	418	340	333	333	333
유형자산	15,126	13,914	13,333	12,653	11,959
무형자산	1,944	1,663	1,412	1,412	1,412
자산총계	35,101	31,360	32,334	32,768	33,214
유동부채	11,403	7,494	8,070	7,906	7,613
단기금융부채	4,521	2,124	2,182	2,182	2,182
매입채무 및 기타채무	4,644	2,994	3,601	3,437	3,144
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7,637	6,819	6,146	6,146	6,146
장기금융부채	6,848	6,136	5,417	5,417	5,417
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	31	53	57	57	57
부채총계	19,040	14,313	14,215	14,052	13,759
지배주주지분	15,000	15,890	16,940	17,538	18,277
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	10,723	11,321	12,060
비지배주주지분	1,061	1,157	1,179	1,179	1,179
자본총계	16,061	17,046	18,119	18,717	19,455
부채외자본총계	35,101	31,360	32,334	32,768	33,214

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	927	4,086	5,327	3,271	3,532
당기순이익(손실)	(537)	868	2,209	1,045	1,186
비현금성항목등	1,169	2,185	2,215	2,075	2,075
유형자산감가상각비	785	952	911	913	913
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(384)	(1,233)	(1,304)	(1,162)	(1,162)
운전자본감소(증가)	807	1,560	1,386	151	271
매출채권및기타채권의 감소(증가)	464	907	529	147	264
재고자산감소(증가)	1,861	1,659	133	156	279
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,614)	(1,662)	581	(151)	(271)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	615	1,000	1,102	1,102
투자활동현금흐름	(2,569)	(1,345)	(1,470)	(233)	(218)
금융자산감소(증가)	31	(1,488)	(1,164)	0	0
유형자산감소(증가)	(1,554)	(349)	(287)	(233)	(218)
무형자산감소(증가)	(665)	(244)	(26)	0	0
기타	(382)	736	7	0	0
재무활동현금흐름	1,710	(2,768)	(1,440)	(447)	(447)
단기금융부채증가(감소)	(67)	(3,744)	(821)	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,042	975	279	0	0
자본의증가(감소)	81	100	0	0	0
배당금의 지급	300	0	898	447	447
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	90	81	1,711	1,450	1,742
기초현금	2,849	2,939	3,020	4,730	6,181
기말현금	2,939	3,020	4,730	6,181	7,923
FCF	26	4,160	4,609	1,890	2,150

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	65,861	48,356	38,503	33,251	31,166
매출원가	64,244	44,197	34,040	30,619	28,476
매출총이익	1,616	4,159	4,463	2,632	2,690
매출총이익률 (%)	2.5	8.6	11.6	7.9	8.6
판매비와관리비	1,799	2,180	1,547	1,302	1,220
영업이익	(183)	1,980	2,915	1,331	1,470
영업이익률 (%)	(0.3)	4.1	7.6	4.0	4.7
비영업손익	(254)	(325)	29	9	51
순금융비용	1,071	1,003	982	353	374
외환관련손익	(208)	(179)	(5)	0	0
관계기업투자등 관련손익	131	257	(17)	337	357
세전계속사업이익	(437)	1,654	2,944	1,340	1,521
세전계속사업이익률 (%)	(0.7)	3.4	7.6	4.0	4.9
계속사업법인세	(4)	657	736	295	335
계속사업이익	(433)	998	2,209	1,045	1,186
중단사업이익	(104)	(130)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(537)	868	2,209	1,045	1,186
순이익률 (%)	(0.8)	1.8	5.7	3.1	3.8
지배주주	(589)	815	2,160	1,021	1,159
지배주주귀속 순이익률(%)	(0.9)	1.7	5.6	3.1	3.7
비지배주주	52	53	48	24	27
총포괄이익	(448)	954	2,160	1,045	1,186
지배주주	(541)	898	2,115	1,021	1,159
비지배주주	92	56	45	24	27
EBITDA	602	2,931	3,827	2,244	2,382

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(0.3)	(26.6)	(20.4)	(13.6)	(6.3)
영업이익	적전	흑전	47.3	(54.4)	10.4
세전계속사업이익	적전	흑전	78.0	(54.5)	13.5
EBITDA	(71.0)	386.8	30.6	(41.4)	6.2
EPS(계속사업)	적전	흑전	167.1	(52.7)	13.5
수익성 (%)					
ROE	(3.8)	5.3	13.2	5.9	6.5
ROA	(1.5)	2.6	6.9	3.2	3.6
EBITDA마진	0.9	6.1	9.9	6.7	7.6
안정성 (%)					
유동비율	130.6	171.4	182.9	200.8	223.5
부채비율	118.5	84.0	78.5	75.1	70.7
순차입금/자기자본	43.7	11.7	(10.8)	(18.2)	(26.4)
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	0.3	0.0	(0.1)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(6,368)	8,748	23,364	11,044	12,534
BPS	142,715	155,768	170,264	176,644	184,528
CFPS	6,441	22,892	32,835	20,816	21,972
주당 현금배당금	n/a	4,800	3,200	3,200	3,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(13.4)	14.9	6.8	14.4	12.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9
PBR(최저)					
PCR	13.2	5.7	4.8	7.6	7.2
EV/EBITDA(최고)	24.8	4.8	3.4	5.1	6.2
EV/EBITDA(최저)					