

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

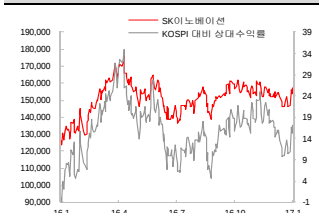
Company Data

자본금	4,686 억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	52 만주
액면가	5,000 원
시가총액	145,171 억원
주요주주	
SK(주)(외2)	33.41%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	40.10%
배당수익률	3.10%

Stock Data

주가(17/01/08)	157,000 원
KOSPI	2049.12 pt
52주 Beta	1.32
52주 최고가	178,000 원
52주 최저가	123,500 원
60일 평균 거래대금	390 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.3%	-0.7%
6개월	11.7%	6.5%
12개월	24.6%	17.1%

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

4Q16 preview: 유가와 환율의 효과

4Q16 OP는 9,688 억원으로 추정되어 컨센서스 7,130 억원을 훌쩍 뛰어넘을 것으로 판단함. 거시적으로 유가와 환율의 급반등이 크게 작용하였는데, 그 외 성수기를 맞이한 정제마진의 상승, 화학 spread 강세도 호재로 작용하였음. 다만 연간 내내 유가와 환율 효과가 크게 작용했던 2016년 대비 2017년은 크게 떨어진 정제마진의 기저가 본격적 부담요인으로 작용할 수 있음. 이익 모멘텀이 강력하지만 주가의 추가상승여력은 제한적

4Q16 영업이익 9,688 억원(QoQ +133.5% / YoY +251.3%) 추정

시장 컨센서스 7,130 억원을 훌쩍 뛰어넘는(+35.9%) 호실적일 것으로 판단함. 전 사업부가 고른 호조를 보일 것으로 판단하는데, 기본적으로 OPEC의 감산 발표 영향으로 유가가 9월 말 \$45.1/bbl → 12월 말 \$53.8/bbl 까지 급등한 영향이 컸음. 또한 달러 강세 속에 원/달러 환율 또한 9월말 1,101 원 → 12월말 1,210 원으로 상승해 실적에 영향을 줬음. 그와 동반해 동절기 성수기 영향 정제마진 상승, PX 가격 상승 및 에틸렌 강세 지속까지 나타나면서 전체적인 호실적이 발생할 것으로 판단함

정제마진 하락 속에 이익 급증을 어떻게 설명해야 할까?

16년 복합정제마진은 \$6.9/bbl로 산출되는데, 이는 15년 \$9.3/bbl 대비 급락한 수치임. SK증권 리서치센터는 기존 “정제마진의 레벨은 유가 수준에 맞춰 움직일 수밖에 없다”는 주장을 펼쳐왔는데, 15년 일시적으로 확대된 수치가 결국 수렴한 것으로 판단함. 그러나 그럼에도 불구하고 영업이익이 15년 2.0조원에서 16년 3.3조원으로 급등한 것은 결국 유가 (15년 말 \$32.2/bbl → 16년 말 \$53.8/bbl) 급반등과 환율 상승(동 기간 1,172 원 → 1,210 원) 영향임. 다만 2017년 두 요인의 추가 상승여력은 전년대비 제한적이라는 것을 감안한다면, 앞으로는 낮아진 정제마진에 대한 부담이 발생할 수 있음

목표주가 180,000 원 / 투자 의견 매수 유지

4Q16의 놀라운 강세가 저유가 수준 속 정제마진 급락이라는 fundamental 요인을 바꿔 놓을 수는 없음. 이익 모멘텀에 따른 상승 가능하지만, 그 폭은 크기 어려울 것임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	66,039.3	65,860.7	48,356.3	40,312.0	39,756.3	38,219.0
yoy	%	(9.9)	(0.3)	(26.6)	(16.6)	(1.4)	(3.9)
영업이익	십억원	1,406.4	(182.8)	1,979.6	3,347.9	2,077.9	1,778.4
yoy	%	(17.2)	적전	흑전	69.1	(37.9)	(14.4)
EBITDA	십억원	2,075.7	602.2	2,931.1	4,253.3	2,978.5	2,679.0
세전이익	십억원	1,139.1	(436.7)	1,654.1	3,032.9	1,868.1	1,578.5
순이익(지배주주)	십억원	729.9	(588.8)	814.9	2,257.6	1,419.9	1,199.8
영업이익률%	%	2.1	(0.3)	4.1	8.3	5.2	4.7
EBITDA%	%	3.1	0.9	6.1	10.6	7.5	7.0
순이익률%	%	1.7	(0.7)	3.4	7.5	4.7	4.1
EPS	원	4,712	(6,368)	8,748	24,416	15,356	12,976
PER	배	30.0	(13.4)	14.9	6.0	10.2	12.1
PBR	배	0.9	0.6	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	8.8	24.8	4.8	3.1	4.3	5.5
ROE	%	4.7	(3.8)	5.3	13.7	8.1	6.5
순차입금	십억원	5,163	7,014	1,988	(376)	(1,935)	(3,446)
부채비율	%	108.6	118.5	84.0	78.5	73.0	68.2

4Q16 preview

(단위: % 십억원)

	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	10,867.9	9,458.2	10,280.2	9,703.0	10,870.6	0.0	12.0	10,340.5	5.1
영업이익	275.8	844.8	1,119.5	414.9	968.8	251.3	133.5	713.0	35.9
세전이익	(3.6)	740.0	901.2	430.8	960.9	흑전	123.0	626.7	53.3
지배순이익	(201.7)	555.9	611.4	360.0	730.4	흑전	102.9	466.9	56.4
영업이익률	2.5	8.9	10.9	4.3	8.9	6.4	4.6	6.9	2.0
세전이익률	(0.0)	7.8	8.8	4.4	8.8	8.9	4.4	6.1	2.8
지배주주순이익률	(1.9)	5.9	5.9	3.7	6.7	8.6	3.0	4.5	2.2

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	4Q17E	4Q18E	4Q19E	4Q20E
ROE(지배주주지분)	7.3%	ROE(지배주주지분)	5.3%	7.9%	6.3%	6.7%	5.9%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	7.3%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.96						
4Q17E BPS(지배주주지분)	182,330						
Target Price	174,293						

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q17E	4Q18E	4Q19E	4Q20E
EPS(지배주주지분)	8,748	15,291	12,911	14,425	13,180
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	14,430				
4Q17E EPS	15,291				
4Q18E EPS	12,911				

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	144,305	151,520	158,735	165,951	173,166	180,381	187,596	194,812	202,027	209,242
TP by 4Q17E EPS	152,907	160,552	168,198	175,843	183,488	191,134	198,779	206,424	214,070	221,715
TP by 4Q18E EPS	129,105	135,560	142,016	148,471	154,926	161,381	167,837	174,292	180,747	187,202

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	38,503.0	33,251.3	48,356.3	40,312.0	39,756.3	0.0%	4.7%	19.6%
YoY %	-26.6%	-20.4%	-13.6%	-26.6%	-16.6%	-1.4%			
영업이익	1,979.6	2,915.2	1,830.8	1,979.6	3,347.9	2,077.9	0.0%	14.8%	16.1%
YoY %	흑전	47.3%	-54.4%	흑전	69.1%	-37.9%			
EBITDA	2,931.1	3,826.7	2,243.5	2,931.1	4,253.3	2,978.5	0.0%	11.1%	12.8%
YoY %	386.8%	30.6%	-41.4%	386.8%	45.1%	-30.0%			
순이익	814.9	2,160.4	1,021.2	814.9	2,257.6	1,419.9	0.0%	4.5%	19.0%
YoY %	흑전	165.1%	-52.7%	흑전	177.0%	-37.1%			

자료: SK 이노베이션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

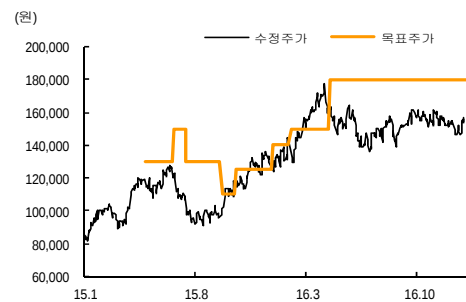
	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E
매출액	8,752.0	8,492.1	8,308.7	8,096.0	10,870.6	10,347.4	9,665.3	9,563.1	24.2%	21.8%	16.3%	18.1%
YoY %	-19.5%	-10.2%	-19.2%	-19.1%	0.0%	9.4%	-6.0%	-1.4%				
QoQ %	-12.6%	-3.0%	-2.2%	-2.6%	12.0%	-4.8%	-6.6%	-1.1%				
영업이익	485.2	344.7	315.1	409.9	968.8	469.9	365.7	521.5	99.7%	36.3%	16.0%	18.3%
YoY %	75.9%	-59.2%	-71.9%	-33.4%	251.3%	-44.4%	-67.3%	25.7%				
QoQ %	4.2%	-28.9%	-8.6%	-1.6%	133.5%	-51.5%	-22.2%	42.6%				
EBITDA	713.4	572.9	543.3	638.1	1,193.9	695.0	590.8	746.7	67.4%	21.3%	8.7%	18.8%
YoY %	36.8%	-46.5%	-59.7%	-22.5%	128.9%	-35.1%	-56.2%	16.7%				
QoQ %	2.8%	-19.7%	-5.2%	-1.0%	86.5%	-41.8%	-15.0%	26.4%				
순이익	528.6	259.0	238.7	340.0	730.4	307.8	231.7	361.5	38.2%	18.8%	-2.9%	10.7%
YoY %	흑전	-53.4%	-61.0%	-48.3%	흑전	-44.6%	-62.1%	0.4%				
QoQ %	13.8%	-51.0%	-7.8%	0.5%	102.9%	-57.9%	-24.7%	56.1%				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

투자의견변경

일시 투자의견 목표주가

2017.01.09	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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 1월 9일 현재 SK 이노베이션(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 1월 9일 기준)

매수	94.56%	중립	5.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	14,888	12,842	14,836	15,818	16,476
현금및현금성자산	2,939	3,020	3,218	4,776	6,288
매출채권및기타채권	5,475	3,894	3,865	3,599	3,207
재고자산	5,219	3,560	4,362	4,085	3,675
비유동자산	20,213	18,518	17,680	17,460	17,214
장기금융자산	418	340	324	324	324
유형자산	15,126	13,914	13,525	13,305	13,059
무형자산	1,944	1,663	1,392	1,392	1,392
자산총계	35,101	31,360	32,516	33,278	33,690
유동부채	11,403	7,494	8,185	7,928	7,548
단기금융부채	4,521	2,124	1,906	1,906	1,906
매입채무 및 기타채무	4,644	2,994	4,042	3,785	3,405
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	14,296	14,039	13,659
지배주주지분	15,000	15,890	17,043	18,062	18,854
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	10,826	11,845	12,637
비지배주주지분	1,061	1,157	1,177	1,177	1,177
자본총계	16,061	17,046	18,220	19,239	20,030
부채외자본총계	35,101	31,360	32,516	33,278	33,690

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	927	4,086	3,814	2,946	2,854
당기순이익(손실)	(537)	868	2,318	1,466	1,239
비현금성항목등	1,169	2,185	1,773	1,200	1,200
유형자산감가상각비	785	952	905	901	901
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(384)	(1,233)	(867)	(300)	(300)
운전자본감소(증가)	807	1,560	322	280	414
매출채권및기타채권의 감소(증가)	464	907	(28)	241	357
재고자산감소(증가)	1,861	1,659	(802)	277	410
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,614)	(1,662)	998	(238)	(353)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	615	567	236	236
투자활동현금흐름	(2,569)	(1,345)	(1,624)	(681)	(655)
금융자산감소(증가)	31	(1,488)	(1,081)	0	0
유형자산감소(증가)	(1,554)	(349)	(508)	(681)	(655)
무형자산감소(증가)	(665)	(244)	(46)	0	0
기타	(382)	736	11	0	0
재무활동현금흐름	1,710	(2,768)	(1,711)	(447)	(447)
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	447	447
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	90	81	198	1,558	1,511
기초현금	2,849	2,939	3,020	3,218	4,776
기말현금	2,939	3,020	3,218	4,776	6,288
FCF	26	4160	3,173	2,171	2,115

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	65,861	48,356	40,312	39,756	38,219
매출원가	64,244	44,197	35,293	36,020	34,847
매출총이익	1,616	4,159	5,019	3,736	3,372
매출총이익률 (%)	2.5	8.6	12.4	9.4	8.8
판매비와관리비	1,799	2,180	1,671	1,658	1,594
영업이익	(183)	1,980	3,348	2,078	1,778
영업이익률 (%)	(0.3)	4.1	8.3	5.2	4.7
비영업손익	(254)	(325)	(315)	(210)	(200)
순금융비용	1,071	1,003	475	270	294
외환관련손익	(208)	(179)	42	0	0
관계기업투자등 관련손익	131	257	90	149	134
세전계속사업이익	(437)	1,654	3,033	1,868	1,579
세전계속사업이익률 (%)	(0.7)	3.4	7.5	4.7	4.1
계속사업법인세	(4)	657	715	402	339
계속사업이익	(433)	998	2,318	1,466	1,239
중단사업이익	(104)	(130)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(537)	868	2,318	1,466	1,239
순이익률 (%)	(0.8)	1.8	5.8	3.7	3.2
지배주주	(589)	815	2,258	1,420	1,200
지배주주귀속 순이익률(%)	(0.9)	1.7	5.6	3.6	3.1
비지배주주	52	53	61	47	39
총포괄이익	(448)	954	2,076	1,466	1,239
지배주주	(541)	898	2,029	1,420	1,200
비지배주주	92	56	47	47	39
EBITDA	602	2,931	4,253	2,978	2,679

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(0.3)	(26.6)	(16.6)	(1.4)	(3.9)
영업이익	적전	흑전	69.1	(37.9)	(14.4)
세전계속사업이익	적전	흑전	83.3	(38.4)	(15.5)
EBITDA	(71.0)	386.8	45.1	(30.0)	(10.1)
EPS(계속사업)	적전	흑전	179.1	(37.1)	(15.5)
수익성 (%)					
ROE	(3.8)	5.3	13.7	8.1	6.5
ROA	(1.5)	2.6	7.3	4.5	3.7
EBITDA마진	0.9	6.1	10.6	7.5	7.0
안정성 (%)					
유동비율	130.6	171.4	181.3	199.5	218.3
부채비율	118.5	84.0	78.5	73.0	68.2
순차입금/자기자본	43.7	11.7	(2.1)	(10.1)	(17.2)
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	0.3	0.1	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(6,368)	8,748	24,416	15,356	12,976
BPS	142,715	155,768	171,456	182,330	190,779
CFPS	6,441	22,892	36,791	27,015	24,507
주당 현금배당금	n/a	4,800	3,200	3,200	3,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(13.4)	14.9	6.0	10.2	12.1
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.8	0.9	0.9	0.8
PBR(최저)					
PCR	13.2	5.7	4.0	5.8	6.4
EV/EBITDA(최고)	24.8	4.8	3.1	4.3	5.5
EV/EBITDA(최저)	5.8	4.5	6.3	5.0	3.3