

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

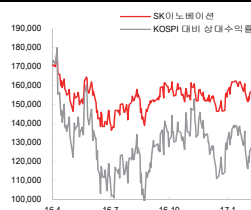
Company Data

자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	52 만주
액면가	5,000 원
시가총액	15,211 십억원
주요주주	
SK(주)(외1)	33.40%
국민연금공단	10.34%
외국인지분율	41.70%
배당수익률	3.90%

Stock Data

주가(17/04/09)	164,500 원
KOSPI	2151.73 pt
52주 Beta	1.23
52주 최고가	178,000 원
52주 최저가	136,500 원
60일 평균 거래대금	39 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.8%	4.0%
6개월	4.4%	-0.3%
12개월	-3.5%	-11.5%

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

1Q17 preview: 차후 실적부담과 배당 매력 사이에서의 고민

1Q OP는 9,510 억원으로서 시장 컨센서스를 +17.7% 상회할 것으로 판단함. 근본적으로 1~2 월 중 유가 상승과 환율약세 효과에 따른 정유 사업부 강세가 배경이 되었고, 동사의 경우에는 정유업체 중 유일하게 보유한 NCC의 매력 또한 부각되었음. 다만 2 분기부터는 실적 하락이 불가피해 주가에 부담요인이 될 것임. 그러나 2016년 6,400 원이나 부여한 배당매력이 주가의 하방을 강하게 지지하고 있어 급격한 약세여력 또한 제한적임

1Q17 영업이익 9,510 억원(QoQ +12.0% / YoY +12.6%) 추정

시장 컨센서스 8,082 억원을 +17.7% 상회하는 호실적이 시현될 것으로 추정함. 호실적의 근본적 배경에는 역시 정유 사업부가 있음. 비록 3 월은 유가하락과 환율강세로 인하여 실적이 하락했겠지만, 1~2 월에는 전년도의 유가/마진/환율 호재가 여전히 이어지고 있었음을 감안해야 함. 뿐만 아니라 동사는 NCC 역시 보유하고 있기 때문에 화학 시장 호조의 온기 또한 고스란히 받았을 것으로 예상됨

실적과 배당 신뢰도 사이의 고민

2 분기부터는 실적 하락세가 나타날 것으로 판단함. 지난 해 급반등하였던 유가가 \$50/bbl 내외에서 안착하는 양상이 나타나고 있고, 환율 역시 추가 상승(원화약세)에 베틀하기는 어려운 구간임. 따라서 정유사업부의 감익은 불가피함. 뿐만 아니라 화학 시장의 약세는 동사의 정유업종 내 강점인 NCC 매력도를 떨어뜨릴 수 있는 요인임. 단 그럼에도 불구하고 지난 해 무려 주당배당금을 6,400 원(특별배당 1,600 원 포함)이나 시현했다는 것은, 배당수익률 관점에서 주가의 하방을 강하게 지지하고 있고 앞으로도 그럴 개연성이 높음. 지난 해 대비 실적이 소폭 하락 수준에 그친다면 배당성향은 유지할 가능성 높음. 물론 예상치 못한 실적 급락이 발생한다면 이는 변할 수 있음. 결국 실적 하락의 속도와 배당성향의 유지 여부가 연중 주가에 있어서는 가장 중요한 요인이 될 것임.

목표주가 180,000 원 / 투자 의견 매수 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	65,860.7	48,356.3	39,520.5	38,785.5	36,765.4	35,015.9
yoy	%	(0.3)	(26.6)	(18.3)	(1.9)	(5.2)	(4.8)
영업이익	십억원	(182.8)	1,979.6	3,228.3	2,606.1	1,648.6	1,683.8
yoy	%	적전	흑전	63.1	(19.3)	(36.7)	2.1
EBITDA	십억원	602.2	2,931.1	4,142.7	3,542.8	2,585.3	2,620.4
세전이익	십억원	(436.7)	1,654.1	2,423.4	2,436.8	1,444.7	1,533.9
순이익(지배주주)	십억원	(588.8)	814.9	1,671.3	1,817.2	1,077.4	1,143.9
영업이익률%	%	(0.3)	4.1	8.2	6.7	4.5	4.8
EBITDA%	%	0.9	6.1	10.5	9.1	7.0	7.5
순이익률	%	(0.7)	3.4	6.1	6.3	3.9	4.4
EPS	원	(6,368)	8,748	18,010	19,653	11,652	12,371
PER	배	(13.4)	14.9	8.1	8.0	13.4	12.7
PBR	배	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	24.8	4.8	3.1	3.5	5.6	5.6
ROE	%	(3.8)	5.3	10.1	10.2	5.7	5.8
순차입금	십억원	7,014	1,988	(625)	(2,082)	(3,100)	(4,125)
부채비율	%	118.5	84.0	78.0	71.3	67.1	63.6

1Q17 preview

(단위: % 십억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	9,458.2	10,280.2	9,703.0	10,079.1	10,788.6	14.1	7.0	11,449.7	(5.8)
영업이익	844.8	1,119.5	414.9	849.1	951.0	12.6	12.0	808.2	17.7
세전이익	740.0	901.2	430.8	351.4	912.6	23.3	159.7	770.9	18.4
지배순이익	555.9	611.4	360.0	144.1	680.6	22.4	372.4	569.2	19.6
영업이익률	8.9	10.9	4.3	8.4	8.8	(0.1)	0.4	7.1	1.8
세전이익률	7.8	8.8	4.4	3.5	8.5	0.6	5.0	6.7	1.7
지배주주순이익률	5.9	5.9	3.7	1.4	6.3	0.4	4.9	5.0	1.3

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	1Q18	1Q19	1Q20	1Q21
ROE(지배주주지분)	6.7%	ROE(지배주주지분)	10.1%	7.7%	5.6%	5.5%	5.2%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.7%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.93						
1Q18E BPS(지배주주지분)	191,980						
Target Price	179,239						

자료: SK 이노베이션 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	1Q18	1Q19	1Q20	1Q21
EPS(지배주주지분)	8,748	15,516	11,812	12,025	11,885
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	13,714				
1Q18E EPS	15,516				
1Q19E EPS	11,812				

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	137,139	143,996	150,853	157,710	164,567	171,424	178,281	185,137	191,994	198,851
TP by 1Q18E EPS	155,158	162,915	170,673	178,431	186,189	193,947	201,705	209,463	217,221	224,979
TP by 1Q19E EPS	118,123	124,029	129,936	135,842	141,748	147,654	153,560	159,466	165,373	171,279

자료: SK 이노베이션 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	39,520.5	39,321.8	37,801.2	39,520.5	38,785.5	36,765.4	0.0%	-1.4%	-2.7%
YoY %	-18.3%	-0.5%	-3.9%	-18.3%	-1.9%	-5.2%			
영업이익	3,228.6	2,260.7	1,656.3	3,228.3	2,606.1	1,648.6	0.0%	15.3%	-0.5%
YoY %	63.1%	-30.0%	-26.7%	63.1%	-19.3%	-36.7%			
EBITDA	4,133.9	3,161.2	2,556.8	4,142.7	3,542.8	2,585.3	0.2%	12.1%	1.1%
YoY %	41.0%	-23.5%	-19.1%	41.3%	-14.5%	-27.0%			
순이익	1,679.6	1,549.2	1,092.0	1,671.3	1,817.2	1,077.4	-0.5%	17.3%	-1.3%
YoY %	106.1%	-7.8%	-29.5%	105.1%	8.7%	-40.7%			

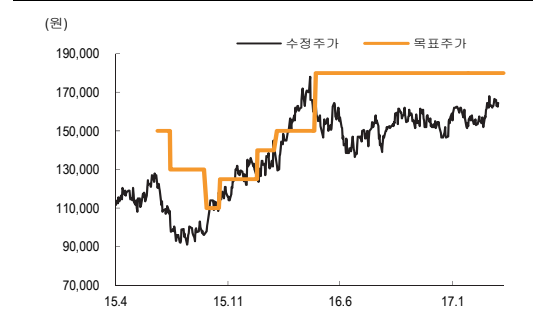
자료: SK 이노베이션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	10,235.4	9,562.0	9,458.6	10,065.7	10,788.6	9,394.6	9,038.6	9,563.7	5.4%	-1.8%	-4.4%	-5.0%
YoY %	8.2%	-7.0%	-2.5%	-0.1%	14.1%	-8.6%	-6.8%	-5.1%				
QoQ %	1.6%	-6.6%	-1.1%	6.4%	7.0%	-12.9%	-3.8%	5.8%				
영업이익	613.3	393.7	526.1	727.6	951.0	443.7	493.3	718.1	55.1%	12.7%	-6.2%	-1.3%
YoY %	-27.4%	-64.8%	26.8%	-14.3%	12.6%	-60.4%	18.9%	-15.4%				
QoQ %	-27.8%	-35.8%	33.6%	38.3%	12.0%	-53.3%	11.2%	45.6%				
EBITDA	838.4	618.8	751.2	952.7	1,185.2	677.9	727.4	952.2	41.4%	9.5%	-3.2%	-0.1%
YoY %	-21.8%	-54.1%	17.4%	-11.3%	10.6%	-49.7%	13.7%	-12.1%				
QoQ %	-22.0%	-26.2%	21.4%	26.8%	9.4%	-42.8%	7.3%	30.9%				
순이익	417.5	249.4	360.6	521.6	680.6	289.9	334.8	512.0	63.0%	16.2%	-7.2%	-1.8%
YoY %	-24.9%	-59.2%	0.2%	242.5%	22.4%	-52.6%	-7.0%	255.5%				
QoQ %	174.1%	-40.2%	44.6%	44.6%	372.4%	-57.4%	15.5%	53.0%				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.04.10	매수	180,000원
	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



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 4월 10 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 4월 10일 기준)

매수	95%	중립	5%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	12,842	14,988	15,995	16,470	17,167
현금및현금성자산	3,020	2,644	4,101	5,119	6,145
매출채권및기타채권	3,894	4,272	4,038	3,778	3,620
재고자산	3,560	4,445	4,253	3,999	3,845
비유동자산	18,518	17,594	17,753	17,855	17,908
장기금융자산	340	389	389	389	389
유형자산	13,914	13,603	13,763	13,865	13,918
무형자산	1,663	1,272	1,272	1,272	1,272
자산총계	31,360	32,581	33,748	34,325	35,075
유동부채	7,494	8,737	8,504	8,246	8,089
단기금융부채	2,124	1,808	1,808	1,808	1,808
매입채무 및 기타채무	2,994	4,549	4,316	4,058	3,901
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6,819	5,540	5,540	5,540	5,540
장기금융부채	6,136	4,871	4,871	4,871	4,871
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	53	72	72	72	72
부채총계	14,313	14,276	14,044	13,786	13,629
지배주주지분	15,890	17,103	18,502	19,338	20,244
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,884	5,884	5,884	5,884
기타자본구성요소	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
자기주식	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	9,450	10,671	12,285	13,121	14,027
비지배주주지분	1,157	1,202	1,202	1,202	1,202
자본총계	17,046	18,305	19,704	20,540	21,446
부채외자본총계	31,360	32,581	33,748	34,325	35,075

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,086	3,678	3,881	3,165	3,134
당기순이익(손실)	868	1,721	1,913	1,134	1,204
비현금성항목등	2,185	2,354	1,775	1,775	1,775
유형자산감가상각비	952	914	937	937	937
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,233)	(1,440)	(838)	(838)	(838)
운전자본감소(증가)	1,560	268	193	255	155
매출채권및기타채권의 감소(증가)	907	(460)	216	240	145
재고자산감소(증가)	1,659	(885)	192	254	154
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,662)	1,453	(215)	(239)	(145)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	615	702	776	776	776
투자활동현금흐름	(1,345)	(2,056)	(1,096)	(1,039)	(989)
금융자산감소(증가)	(1,488)	(1,415)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(349)	(567)	(1,096)	(1,039)	(989)
무형자산감소(증가)	(244)	(55)	0	0	0
기타	736	(20)	0	0	0
재무활동현금흐름	(2,768)	(2,019)	(298)	(298)	(298)
단기금융부채증가(감소)	(2,629)	(368)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(139)	(1,201)	0	0	0
자본의증가(감소)	100	40	0	0	0
배당금의 지급	0	451	298	298	298
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	81	(375)	1,457	1,018	1,026
기초현금	2,939	3,020	2,644	4,101	5,119
기말현금	3,020	2,644	4,101	5,119	6,145
FCF	4,160	2,940	2,104	1,476	1,442

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	48,356	39,521	38,785	36,765	35,016
매출원가	44,197	34,562	34,206	33,246	31,550
매출총이익	4,159	4,959	4,580	3,520	3,466
매출총이익률 (%)	8.6	12.5	11.8	9.6	9.9
판매비와관리비	2,180	1,730	1,974	1,871	1,782
영업이익	1,980	3,228	2,606	1,649	1,684
영업이익률 (%)	4.1	8.2	6.7	4.5	4.8
비영업손익	(325)	(805)	(169)	(204)	(150)
순금융비용	1,003	486	219	243	295
외환관련손익	(179)	(38)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	257	(124)	217	158	161
세전계속사업이익	1,654	2,423	2,437	1,445	1,534
세전계속사업이익률 (%)	3.4	6.1	6.3	3.9	4.4
계속사업법인세	657	702	524	311	330
계속사업이익	998	1,721	1,913	1,134	1,204
중단사업이익	(130)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	868	1,721	1,913	1,134	1,204
순이익률 (%)	1.8	4.4	4.9	3.1	3.4
지배주주	815	1,671	1,817	1,077	1,144
지배주주귀속 순이익률(%)	1.7	4.2	4.7	2.9	3.3
비지배주주	53	50	96	57	60
총포괄이익	954	1,711	1,913	1,134	1,204
지배주주	898	1,661	1,817	1,077	1,144
비지배주주	56	50	96	57	60
EBITDA	2,931	4,143	3,543	2,585	2,620

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(26.6)	(18.3)	(1.9)	(5.2)	(4.8)
영업이익	흑전	63.1	(19.3)	(36.7)	2.1
세전계속사업이익	흑전	46.5	0.6	(40.7)	6.2
EBITDA	386.8	41.3	(14.5)	(27.0)	1.4
EPS(계속사업)	흑전	105.9	9.1	(40.7)	6.2
수익성 (%)					
ROE	5.3	10.1	10.2	5.7	5.8
ROA	2.6	5.4	5.8	3.3	3.5
EBITDA마진	6.1	10.5	9.1	7.0	7.5
안정성 (%)					
유동비율	171.4	171.6	188.1	199.7	212.2
부채비율	84.0	78.0	71.3	67.1	63.6
순차입금/자기자본	11.7	(3.4)	(10.6)	(15.1)	(19.2)
EBITDA/이자비용(배)	0.3	0.1	(0.0)	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,748	18,010	19,653	11,652	12,371
BPS	155,768	173,705	188,632	197,551	207,218
CFPS	22,892	34,227	31,825	23,805	24,099
주당 현금배당금	4,800	6,400	6,400	3,200	3,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.9	8.1	8.0	13.4	12.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR(최저)					
PCR	5.7	4.3	4.9	6.6	6.5
EV/EBITDA(최고)	4.8	3.1	3.5	5.6	5.6
EV/EBITDA(최저)					