

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

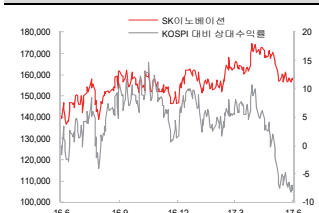
Company Data

자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	52 만주
액면가	5,000 원
시가총액	14,656 십억원
주요주주	
SK(주)(외2)	33.41%
국민연금공단	9.99%
외국인지분율	41.20%
배당수익률	4.00%

Stock Data

주가(17/06/30)	158,500 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	0.95
52주 최고가	174,500 원
52주 최저가	136,500 원
60일 평균 거래대금	44 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.2%	-7.9%
6개월	8.2%	-8.3%
12개월	12.8%	-7.1%

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

2Q17 preview: 2 분기 실적 둔화 불가피

2Q17 영업이익은 4,718 억원으로 추정되어 시장 컨센서스를 -40.6% 하회할 것으로 판단함. 기대에 못 미치는 실적이 나오는 가장 큰 원인은 유가하락에 따른 lagging margin 및 재고평가에서 손실임. 하반기에도 지난 해 같은 유가와 환율의 반등이 발생하지 않는 한 현재의 둔화 기조는 이어질 것임. 다만 중간배당 등 주주친화적인 정책은 주가의 하방을 방어해줄 것이기 때문에 현 주가 수준에서 큰 움직임 없을 개연성이 높음.

2Q17 영업이익 4,718 억원(QoQ -53.0% / YoY -57.9%) 추정

6/30 기준 시장 컨센서스 7,948 억원을 -40.6% 하회하는 실적일 것으로 판단함. 시장 기대치에 전체적으로 정유업종이 크게 못 미치는 양상인데, 원인은 2 분기 중 진행된 급격한 유가하락에 있음. Spot 정제마진은 평균 1Q \$7.52/bbl 대비 2Q \$7.36/bbl 로서 큰 변화는 없음. 다만 Dubai 유는 3 월말 \$50.8/bbl 에서 6 월말 \$46.5/bbl 로 하락한 만큼 lagging margin / 재고평가 손실 불가피함. 다만 화학(PX/NCC) 및 윤활유의 견조한 실적이 추가 이익 하락폭을 제한할 수 있을 것으로 판단함.

실적하락과 배당 매력 사이의 고민

현재 유가의 방향성과 지난 해 유가/환율 급반등에 따른 이익의 대폭 증대 감안 시 2017 년은 하반기에도 전체적인 상황둔화 여파는 불가피할 것으로 판단함. 다만 현재 시장에서 주가의 고민을 만드는 요인은 배당의 매력임. 고배당은 충분히 주가의 추가하락을 방어할 수 있음. 다만 기본적으로 실적이 반겨주지 않는다면 전통적인 고배당 업체가 아닌 cyclical 산업 관점에서는 중장기적으로 주가 부담이 작용할 수밖에 없음.

목표주가 180,000 원 / 투자 의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자 의견 그대로 유지함. 실적 우려감과 배당 매력은 주가의 상/하방 모두를 제한하는 요인이 될 것으로 판단함. 따라서 현 주가 수준에서 상승, 하락의 여력은 둘 다 낮은 상황임.

영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	65,860.7	48,356.3	39,520.5	41,116.7	38,715.6	36,889.2
yoy	%	(0.3)	(26.6)	(18.3)	4.0	(5.8)	(4.7)
영업이익	십억원	(182.8)	1,979.6	3,228.3	2,542.8	1,653.5	1,619.5
yoy	%	적전	흑전	63.1	(21.2)	(35.0)	(2.1)
EBITDA	십억원	602.2	2,931.1	4,142.7	3,387.1	2,497.9	2,463.9
세전이익	십억원	(436.7)	1,654.1	2,423.4	2,728.7	1,431.1	1,445.3
순이익(지배주주)	십억원	(588.8)	814.9	1,671.3	2,057.7	1,106.6	1,117.6
영업이익률%	%	(0.3)	4.1	8.2	6.2	4.3	4.4
EBITDA%	%	0.9	6.1	10.5	8.2	6.5	6.7
순이익률	%	(0.7)	3.4	6.1	6.6	3.7	3.9
EPS	원	(6,368)	8,748	17,988	22,254	11,968	12,086
PER	배	(13.4)	14.9	8.1	7.1	13.2	13.1
PBR	배	0.6	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	24.8	4.8	3.1	3.6	5.9	6.0
ROE	%	(3.8)	5.3	10.1	11.8	6.1	5.9
순차입금	십억원	7,014	1,988	(625)	(2,469)	(3,310)	(4,286)
부채비율	%	118.5	84.0	78.0	73.9	71.0	67.9

2Q17 preview

(단위: % 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	10,280.2	9,703.0	10,079.1	11,387.1	10,500.1	2.1	(7.8)	11,077.7	(5.2)
영업이익	1,119.5	414.9	849.1	1,004.3	471.8	(57.9)	(53.0)	794.8	(40.6)
세전이익	901.2	430.8	351.4	1,163.0	461.5	(48.8)	(60.3)	684.8	(32.6)
지배순이익	611.4	360.0	144.1	847.0	356.9	(41.6)	(57.9)	507.9	(29.7)
영업이익률	10.9	4.3	8.4	8.8	4.5	(6.4)	(4.3)	7.2	(2.7)
세전이익률	8.8	4.4	3.5	10.2	4.4	(4.4)	(5.8)	6.2	(1.8)
지배주주순이익률	5.9	3.7	1.4	7.4	3.4	(2.5)	(4.0)	4.6	(1.2)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
ROE(지배주주지분)	6.8%	10.1%	7.7%	5.8%	5.7%	5.3%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE 6.8%				
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.96					
2Q18E BPS(지배주주지분)	189,921					
Target Price	182,209					

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	8,748	15,375	12,023	12,090	11,599
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	13,670				
2Q18E EPS	15,375				
2Q19E EPS	12,023				

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	136,700	143,535	150,370	157,205	164,040	170,875	177,710	184,545	191,380	198,215
TP by 2Q18E EPS	153,751	161,438	169,126	176,813	184,501	192,188	199,876	207,563	215,251	222,938
TP by 2Q19E EPS	120,232	126,244	132,255	138,267	144,279	150,290	156,302	162,314	168,325	174,337

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	38,785.5	36,765.4	39,520.5	41,116.7	38,715.6	0.0%	6.0%	5.3%
YoY %	-18.3%	-1.9%	-5.2%	-18.3%	4.0%	-5.8%			
영업이익	3,228.3	2,606.1	1,648.6	3,228.3	2,542.8	1,653.5	0.0%	-2.4%	0.3%
YoY %	63.1%	-19.3%	-36.7%	63.1%	-21.2%	-35.0%			
EBITDA	4,142.7	3,542.8	2,585.3	4,142.7	3,387.1	2,497.9	0.0%	-4.4%	-3.4%
YoY %	41.3%	-14.5%	-27.0%	41.3%	-18.2%	-26.3%			
순이익	1,671.3	1,817.2	1,077.4	1,671.3	2,057.7	1,106.6	0.0%	13.2%	2.7%
YoY %	105.1%	8.7%	-40.7%	105.1%	23.1%	-46.2%			

자료: SK 이노베이션 SK 증권

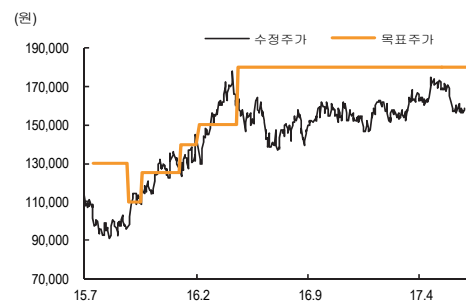
분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	9,394.6	9,038.6	9,563.7	9,399.9	10,500.1	9,575.3	9,654.2	9,865.4	11.8%	5.9%	0.9%	5.0%
YoY %	-8.6%	-6.8%	-5.1%	-12.9%	2.1%	-1.3%	-4.2%	-13.4%				
QoQ %	-12.9%	-3.8%	5.8%	-1.7%	-7.8%	-8.8%	0.8%	2.2%				
영업이익	443.7	493.3	718.1	453.0	471.8	480.9	585.8	483.1	6.3%	-2.5%	-18.4%	6.7%
YoY %	-60.4%	18.9%	-15.4%	-52.4%	-57.9%	15.9%	-31.0%	-51.9%				
QoQ %	-53.3%	11.2%	45.6%	-36.9%	-53.0%	1.9%	21.8%	-17.5%				
EBITDA	677.9	727.4	952.2	687.2	682.9	692.0	796.9	694.2	0.7%	-4.9%	-16.3%	1.0%
YoY %	-49.7%	13.7%	-12.1%	-42.0%	-49.3%	8.1%	-26.4%	-42.9%				
QoQ %	-42.8%	7.3%	30.9%	-27.8%	-43.8%	1.3%	15.2%	-12.9%				
순이익	289.9	334.8	512.0	298.0	356.9	384.4	469.3	329.1	23.1%	14.8%	-8.3%	10.5%
YoY %	-52.6%	-7.0%	255.5%	-56.2%	-41.6%	6.8%	225.8%	-61.1%				
QoQ %	-57.4%	15.5%	53.0%	-41.8%	-57.9%	7.7%	22.1%	-29.9%				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.07.04	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



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 7월 4일 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 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	12,842	14,988	15,961	16,629	17,272
현금및현금성자산	3,020	2,644	4,406	5,247	6,223
매출채권및기타채권	3,894	4,272	3,901	3,818	3,658
재고자산	3,560	4,445	4,022	3,943	3,791
비유동자산	18,518	17,594	17,274	17,204	17,097
장기금융자산	340	389	350	350	350
유형자산	13,914	13,603	13,372	13,302	13,195
무형자산	1,663	1,272	1,258	1,258	1,258
자산총계	31,360	32,581	33,235	33,833	34,370
유동부채	7,494	8,737	8,616	8,538	8,387
단기금융부채	2,124	1,808	1,975	1,975	1,975
매입채무 및 기타채무	2,994	4,549	3,976	3,898	3,747
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6,819	5,540	5,507	5,507	5,507
장기금융부채	6,136	4,871	4,740	4,740	4,740
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	53	72	70	70	70
부채총계	14,313	14,276	14,122	14,044	13,894
지배주주지분	15,890	17,103	17,916	18,592	19,279
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,884	5,883	5,883	5,883
기타자본구성요소	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
자기주식	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	9,450	10,671	11,701	12,377	13,064
비지배주주지분	1,157	1,202	1,196	1,196	1,196
자본총계	17,046	18,305	19,113	19,789	20,476
부채외자본총계	31,360	32,581	33,235	33,833	34,370

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,086	3,678	3,737	3,333	3,430
당기순이익(손실)	868	1,721	2,089	1,123	1,135
비현금성항목등	2,185	2,354	2,027	2,118	2,118
유형자산감가상각비	952	914	844	844	844
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,233)	(1,440)	(1,183)	(1,273)	(1,273)
운전자본감소(증가)	1,560	268	(249)	92	178
매출채권및기타채권의 감소(증가)	907	(460)	363	76	146
재고자산감소(증가)	1,659	(885)	423	79	152
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,662)	1,453	(1,013)	(63)	(121)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	615	702	1,212	1,212	1,212
투자활동현금흐름	(1,345)	(2,056)	(610)	(774)	(738)
금융자산감소(증가)	(1,488)	(1,415)	81	0	0
유형자산감소(증가)	(349)	(567)	(665)	(774)	(738)
무형자산감소(증가)	(244)	(55)	(23)	0	0
기타	736	(20)	(4)	0	0
재무활동현금흐름	(2,768)	(2,019)	(325)	(447)	(447)
단기금융부채증가(감소)	(2,629)	(368)	7	0	0
장기금융부채증가(감소)	(139)	(1,201)	115	0	0
자본의증가(감소)	100	40	0	0	0
배당금의 지급	0	451	447	447	447
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	81	(375)	1,762	841	977
기초현금	2,939	3,020	2,644	4,406	5,247
기말현금	3,020	2,644	4,406	5,247	6,223
FCF	4,160	2,940	2,744	1,463	1,561

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	48,356	39,521	41,117	38,716	36,889
매출원가	44,197	34,562	37,084	35,659	33,933
매출총이익	4,159	4,959	4,033	3,057	2,957
매출총이익률 (%)	86	125	98	79	80
판매비와관리비	2,180	1,730	1,490	1,403	1,337
영업이익	1,980	3,228	2,543	1,654	1,619
영업이익률 (%)	41	82	62	43	44
비영업손익	(325)	(805)	186	(222)	(174)
순금융비용	1,003	486	577	252	302
외환관련손익	(179)	(38)	59	0	0
관계기업투자등 관련손익	257	(124)	152	112	111
세전계속사업이익	1,654	2,423	2,729	1,431	1,445
세전계속사업이익률 (%)	34	61	66	37	39
계속사업법인세	657	702	640	308	311
계속사업이익	998	1,721	2,089	1,123	1,135
중단사업이익	(130)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	868	1,721	2,089	1,123	1,135
순이익률 (%)	18	44	51	29	31
지배주주	815	1,671	2,058	1,107	1,118
지배주주귀속 순이익률(%)	17	42	50	29	30
비지배주주	53	50	31	17	17
총포괄이익	954	1,711	1,926	1,123	1,135
지배주주	898	1,661	1,908	1,107	1,118
비지배주주	56	50	18	17	17
EBITDA	2,931	4,143	3,387	2,498	2,464

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(26.6)	(18.3)	4.0	(5.8)	(4.7)
영업이익	흑전	63.1	(21.2)	(35.0)	(2.1)
세전계속사업이익	흑전	46.5	12.6	(47.6)	1.0
EBITDA	386.8	41.3	(18.2)	(26.3)	(1.4)
EPS(계속사업)	흑전	105.6	23.7	(46.2)	1.0
수익성 (%)					
ROE	5.3	10.1	11.8	6.1	5.9
ROA	2.6	5.4	6.3	3.4	3.3
EBITDA마진	6.1	10.5	8.2	6.5	6.7
안정성 (%)					
유동비율	171.4	171.6	185.3	194.8	205.9
부채비율	84.0	78.0	73.9	71.0	67.9
순차입금/자기자본	11.7	(3.4)	(12.9)	(16.7)	(20.9)
EBITDA/이자비용(배)	0.3	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,748	17,988	22,254	11,968	12,086
BPS	155,768	173,705	183,768	190,983	198,316
CFPS	22,892	34,227	29,821	22,861	22,576
주당 현금배당금	4,800	6,400	4,800	4,800	4,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.9	8.1	7.1	13.2	13.1
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)					
PCR	5.7	4.3	5.3	6.9	7.0
EV/EBITDA(최고)	4.8	3.1	3.6	5.9	6.0
EV/EBITDA(최저)					