

SK 이노베이션(096770/KS)

배당 서프라이즈!

매수(유지)

T.P 150,000 원(상향)

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	131,301 억원

주요주주

SK(주)(외)	33.41%
국민연금공단	8.72%
외국인지분률	39.40%
배당수익률	

Stock Data

주가(16/02/10)	142,000 원
KOSPI	1917.79 pt
52주 Beta	1.50
52주 최고가	145,000 원
52주 최저가	89,300 원
60일 평균 거래대금	432 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.8%	12.6%
6개월	47.8%	56.4%
12개월	50.0%	52.7%

4Q 영업이익은 추정치를 36.8% 상회하는 3,073 억원을 기록해 **earning surprise** 라고 할 수 있지만, 그보다 더 놀라웠던 것은 주당배당금이 4,800 원을 기록했다는 것임. 다만 1 회성 손실이 다수 발생해 순손실은 -1,898 억원에 달했음. 1Q는 1 회성 비용이 대규모 희석되는 만큼 증익여지가 있지만, 정제마진 하락분을 감안 해 3,477 억원으로 소폭 증익을 추정함. 배당매력이 높지만 최근 주가급등과 시황악세 감안할 때 추가상승여력은 제한적임.

4Q15 영업이익 3,073 억원(QoQ -15.6% / YoY 흑전)

SK 증권 리서치센터 추정치 2,246 억원을 36.8% 상회하는 **earning surprise** 였음. 무엇보다 기본배당 주당 3,200 원에 특별배당 1,600 원을 더하면서 총 4,800 원(금액 4,474 억원)의 배당을 한 부분이 가장 **surprise** 한 부분이었음. 영업실적이 기대 이상 이었던 부분은 SK 에너지(정유)의 강세 영향이 큼. 정제마진 강세가 유가하락으로 인한 재고관련손실(-2,600 억원)을 상쇄하면서 호실적을 시현하였음. 뿐만 아니라 유회율 유 마진 개선으로 SK 루브리컨츠의 전분기 830 억원에서 1,138 억원으로 크게 개선된 영향 또한 컸음. 원유생산광구 손상처리 / TAC 필름 사업정리에 따른 중단사업 손실 등 1 회성 비용이 대규모 발생하며 순손실은 -1,898 억원에 달했음.

1Q16 영업이익 3,477 억원(QoQ +13.1% / YoY +8.2%) 추정

1 분기 영업이익은 SK 종합화학에서 발생한 대규모 1 회성 손실이 희석되는 영향이 있는 만큼 전분기대비 증익이 발생할 것으로 추정함. 다만 4 분기 내내 높게 유지되었던(SK 증권 리서치센터 추정 복합정제마진 \$9.3/bbl)이 2/9 현재 \$7.5/bbl 까지 하락한 영향으로 정유사업부는 감익이 불가피할 것으로 판단함. 15년 하반기 정제마진을 이끄는 동력이었던 아시아 에틸렌의 '나홀로 강세'가 최근 무너지면서 Light Distillate 계열의 납사와 휘발유가 동반 하락현상이 나타나고 있다는 부분은 주의해야 할 요인임.

목표주가 140,000 원 → 150,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

2016 년/17 년 영업이익 추정치를 기존대비 +6.1% / +9.1% 상향한 것을 감안하여 목표주가 역시 소폭 상향 조정함. 주당 3,200 원 가량의 배당을 유지할 수 있다는 기대감, 특히 특별배당에 대한 기대감은 주가에 긍정적 요인이 됨. 다만 최근 주가 상승폭이 가파르게 진행되었고 시황의 하락세를 감안할 때 추가상승여력은 제한적일 것으로 판단함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	66,039.3	65,865.3	48,359.9	37,099.8	34,973.6	32,482.4
yoy	%	(9)	(0.3)	(26.6)	(23.3)	(5.7)	(7.1)
영업이익	십억원	1,406.4	(231.3)	1,980.3	1,503.0	1,697.8	1,423.5
yoy	%	(17.2)	적전	흑전	(24.1)	13.0	(16.2)
EBITDA	십억원	2,075.7	553.7	2,926.0	2,462.9	2,657.7	2,383.3
세전이익	십억원	1,139.1	(493.1)	1,629.4	1,546.5	1,741.5	1,436.4
순이익(지배주주)	십억원	729.9	(588.8)	998.5	1,170.1	1,317.6	1,086.8
영업이익률%	%	2.1	(0.4)	4.1	4.1	4.9	4.4
EBITDA%	%	3.1	0.8	6.1	6.6	7.6	7.3
순이익률	%	1.7	(0.7)	3.4	4.2	5.0	4.4
EPS	원	4,712	(6,368)	10,799	12,654	14,250	11,754
PER	배	30.0	(13.4)	12.0	11.2	10.0	12.1
PBR	배	0.9	0.6	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	8.8	27.0	5.1	5.7	4.6	5.6
ROE	%	4.7	(3.8)	6.5	7.2	7.7	6.1
순차입금	십억원	5,163	6,999	2,867	817	(1,016)	(2,618)
부채비율	%	108.6	118.5	86.4	79.9	74.8	71.1

4Q15 실적 review

(단위 % 억원)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	16,107.1	12,045.5	12,998.3	12,447.5	10,868.6	(32.5)	(12.7)	11,274.5	11,345.5	(4.2)
영업이익	(470.2)	321.2	987.8	363.9	307.3	(165.4)	(15.6)	178.9	224.6	36.8
세전이익	(648.2)	422.8	852.6	351.5	2.5	(100.4)	(99.3)	(45.9)	542.3	(99.5)
지배순이익	(551.7)	292.7	571.7	152.3	(18.1)	(96.7)	(111.9)	21.0	413.0	(104.4)
영업이익률	(2.9)	2.7	7.6	2.9	2.8	5.7	(0.1)	1.6	2.0	0.8
세전이익률	(4.0)	3.5	6.6	2.8	0.0	4.0	(2.8)	(0.4)	4.8	(4.8)
지배주주순이익률	(3.4)	2.4	4.4	1.2	(0.2)	3.3	(1.4)	0.2	3.6	(3.8)

자료: SK 증권 Fnguide

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	48,836.8	39,161.7	37,141.3	48,359.9	37,099.8	34,973.6	-1.0%	-5.3%	-5.8%
YoY %	-25.9%	-19.8%	-5.2%	-26.6%	-23.3%	-5.7%			
영업이익	1,897.6	1,416.1	1,556.7	1,980.3	1,503.0	1,697.8	4.4%	6.1%	9.1%
YoY %	흑전	-25.4%	9.9%	흑전	-24.1%	13.0%			
EBITDA	2,843.3	2,376.0	2,516.6	2,926.0	2,462.9	2,657.7	2.9%	3.7%	5.6%
YoY %	413.5%	-16.4%	5.9%	428.5%	-15.8%	7.9%			
순이익	1,429.6	1,157.2	1,275.7	998.5	1,170.1	1,317.6	-30.2%	1.1%	3.3%
YoY %	흑전	-19.1%	10.2%	흑전	17.2%	12.6%			

자료: SK 이노베이션, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E
매출액	11,345.5	9,569.6	9,663.7	10,024.3	10,868.6	9,238.8	9,098.6	9,438.7	-4.2%	-3.5%	-5.8%	-5.8%
YoY %	-29.6%	-20.6%	-25.7%	-19.5%	-32.5%	-23.3%	-30.0%	-24.2%				
QoQ %	-8.9%	-15.7%	1.0%	3.7%	-12.7%	-15.0%	-1.5%	3.7%				
영업이익	224.6	270.1	456.7	380.2	307.3	347.7	459.7	383.4	36.8%	28.7%	0.7%	0.8%
YoY %	흑전	-15.9%	-53.8%	4.5%	흑전	8.2%	-53.5%	5.3%				
QoQ %	-38.3%	20.3%	69.1%	-16.7%	-15.6%	13.1%	32.2%	-16.6%				
EBITDA	464.6	510.1	696.7	620.2	547.3	587.6	699.7	623.3	17.8%	15.2%	0.4%	0.5%
YoY %	흑전	-7.5%	-43.1%	2.7%	흑전	6.6%	-42.8%	3.2%				
QoQ %	-23.1%	9.8%	36.6%	-11.0%	-9.4%	7.4%	19.1%	-10.9%				
순이익	413.0	209.0	366.7	313.4	(18.1)	254.4	355.8	302.6	-104.4%	21.7%	-3.0%	-3.4%
YoY %	흑전	-28.6%	-35.9%	105.8%	적지	-13.1%	-37.8%	98.8%				
QoQ %	171.2%	-49.4%	75.5%	-14.5%	적전	흑전	39.8%	-14.9%				

자료: SK 이노베이션, SK 증권

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2014	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E	
ROE(지배주주지분)	7.0%	ROE(지배주주지분)	-3.8%	7.1%	7.6%	6.0%	6.5%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	7.0%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.92						
4Q15E BPS(지배주주지분)	160,794						
Target Price	147,152						

자료: SK 이노베이션, SK 증권

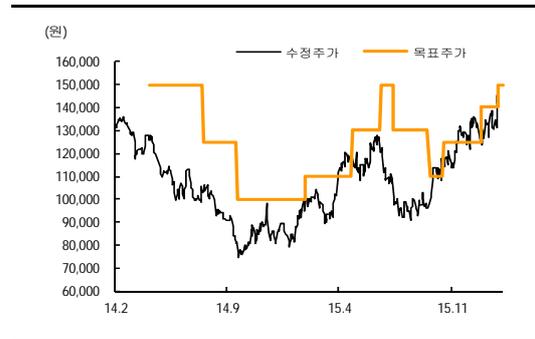
PER sensitivity analysis

	2014	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(지배주주지분)	(6,368)	12,654	14,250	11,754	13,221
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	12,850				
1Q16E EPS	12,654				
1Q17E EPS	14,250				

Multiple	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5
TP by weighted EPS	115,651	122,076	128,501	134,926	141,351	147,776	154,201	160,626	167,051	173,476
TP by 4Q15E EPS	113,890	120,217	126,545	132,872	139,199	145,526	151,853	158,181	164,508	170,835
TP by 4Q16E EPS	128,249	135,374	142,499	149,624	156,749	163,874	170,999	178,124	185,249	192,374

자료: SK 이노베이션, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.02.10	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
	2015.02.06	매수	110,000원
	2014.11.02	매수	100,000원
	2014.09.29	매수	100,000원
	2014.07.27	매수	125,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 기재된 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 2월 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 (2016년 2월 10일 기준)

매수	96%	중립	4%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
유동자산	14,888	12,447	13,298	14,605	15,711
현금및현금성자산	2,939	3,842	5,891	7,724	9,326
매출채권및기타채권	5,475	3,923	3,348	3,096	2,858
재고자산	5,219	3,889	3,336	3,093	2,864
비유동자산	20,213	19,243	18,647	18,031	17,390
장기금융자산	418	391	391	391	391
유형자산	15,126	14,092	13,497	12,880	12,239
무형자산	1,944	2,001	2,001	2,001	2,001
자산총계	35,101	31,689	31,945	32,636	33,101
유동부채	11,403	7,337	6,835	6,614	6,405
단기금융부채	4,521	1,548	1,548	1,548	1,548
매입채무 및 기타채무	4,644	3,538	3,035	2,814	2,606
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7,637	7,352	7,352	7,352	7,352
장기금융부채	6,848	6,489	6,489	6,489	6,489
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	31	46	46	46	46
부채총계	19,040	14,690	14,187	13,966	13,758
지배주주지분	15,000	15,849	16,607	17,518	18,192
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	9,632	10,391	11,302	11,975
비지배주주지분	1,061	1,151	1,151	1,151	1,151
자본총계	16,061	17,000	17,759	18,670	19,343
부채외자본총계	35,101	31,689	31,945	32,636	33,101

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	927	4,215	3,554	3,377	3,125
당기순이익(손실)	(537)	1,041	1,206	1,358	1,120
비현금성항목등	1,169	1,723	1,761	1,761	1,761
유형자산감가상각비	785	946	960	960	960
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(384)	(777)	(802)	(802)	(802)
운전자본감소(증가)	807	1,905	587	258	243
매출채권및기타채권의 감소(증가)	507	1,030	512	225	212
재고자산감소(증가)	1,861	1,330	553	243	229
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,614)	(1,054)	(478)	(210)	(198)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	756	745	745	745
투자활동현금흐름	(2,569)	101	(364)	(343)	(319)
금융자산감소(증가)	31	25	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,554)	(482)	(364)	(343)	(319)
무형자산감소(증가)	(665)	(245)	0	0	0
기타	(382)	804	0	0	0
재무활동현금흐름	1,710	(3,050)	(447)	(447)	(447)
단기금융부채증가(감소)	(67)	(3,636)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,042	586	0	0	0
자본의증가(감소)	81	0	0	0	0
배당금의 지급	300	0	447	447	447
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	90	903	2,050	1,833	1,602
기초현금	2,849	2,939	3,842	5,891	7,724
기말현금	2,939	3,842	5,891	7,724	9,326
FCF	(16)	1,695	2,463	2,246	2,039

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	65,865	48,360	37,100	34,974	32,482
매출원가	64,292	44,411	33,824	31,604	29,506
매출총이익	1,574	3,949	3,276	3,369	2,976
매출총이익률 (%)	2.4	8.2	8.8	9.6	9.2
판매비와관리비	1,805	1,968	1,773	1,672	1,553
영업이익	(231)	1,980	1,503	1,698	1,423
영업이익률 (%)	(0.4)	4.1	4.1	4.9	4.4
비영업손익	(262)	(351)	43	44	13
순금융비용	1,071	1,137	629	622	602
외환관련손익	(208)	(173)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	131	283	99	106	95
세전계속사업이익	(493)	1,629	1,547	1,742	1,436
세전계속사업이익률 (%)	(0.7)	3.4	4.2	5.0	4.4
계속사업법인세	(17)	589	340	383	316
계속사업이익	(476)	1,041	1,206	1,358	1,120
중단사업이익	(61)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(537)	1,041	1,206	1,358	1,120
순이익률 (%)	(0.8)	2.2	3.3	3.9	3.4
지배주주	(589)	999	1,170	1,318	1,087
지배주주귀속 순이익률 (%)	(0.9)	2.1	3.2	3.8	3.3
비지배주주	52	42	36	41	34
총포괄이익	(448)	1,252	1,206	1,358	1,120
지배주주	(541)	1,200	1,170	1,318	1,087
비지배주주	92	52	36	41	34
EBITDA	554	2,926	2,463	2,658	2,383

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(0.3)	(26.6)	(23.3)	(5.7)	(7.1)
영업이익	적점	흑전	(24.1)	13.0	(16.2)
세전계속사업이익	적점	흑전	(5.1)	12.6	(17.5)
EBITDA	(73.3)	428.5	(15.8)	7.9	(10.3)
EPS(계속사업)	적점	흑전	17.2	12.6	(17.5)
수익성 (%)					
ROE	(3.8)	6.5	7.2	7.7	6.1
ROA	(1.5)	3.1	3.8	4.2	3.4
EBITDA마진	0.8	6.1	6.6	7.6	7.3
안정성 (%)					
유동비율	130.6	169.6	194.6	220.8	245.3
부채비율	118.5	86.4	79.9	74.8	71.1
순차입금/자기자본	43.6	16.9	4.6	(5.4)	(13.5)
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	0.4	(0.0)	0.0	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(6368)	10,799	12,654	14,250	11,754
BPS	142,715	152,696	160,794	170,515	177,697
CFPS	5,994	335	22,753	24,374	22,090
주당 현금배당금	n/a	4,800	3,200	3,200	3,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(13.4)	12.0	11.2	10.0	12.1
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)					
PCR	14.2	387.6	6.2	5.8	6.4
EV/EBITDA(최고)	27.0	5.1	5.7	4.6	5.6
EV/EBITDA(최저)	5.8	4.5	6.3	5.0	3.3