

## SK 이노베이션(096770/KS)

## 1Q16 review: earning surprise 에도 2 분기를 보는 시장

## 매수(유지)

T.P 180,000 원(유지)

## 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

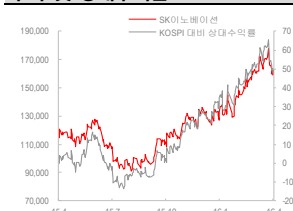
## 주요주주

SK(주)(외2)	33.41%
국민연금공단	8.72%
외국인지분률	40.70%
배당수익률	3.00%

## Stock Data

주가(16/04/22)	159,000 원
KOSPI	2015.49 pt
52주 Beta	1.60
52주 최고가	178,000 원
52주 최저가	91,000 원
60일 평균 거래대금	521 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.5%	-3.4%
6개월	46.5%	47.1%
12개월	38.9%	47.7%

1 분기 영업이익은 SK 증권 추정치 대비 +12.8%, 시장 추정치 대비로는 +25.9% 상회하는 earning surprise 었음. 정유/화학/유탄유 모두 실적 호조를 보였음. 다만 4/22 장중 호 실적을 발표했음에도 주가가 -2.15% 하락한 원인은 2 분기 실적에 대한 부담으로 판단함. 정제마진이 급락해 있고 유가의 추가 상승을 기대하기 어려운 것이 현실임. SK 증권 추정치는 4,965 억원임. 1 분기 강세는 있었지만 차후 실적 부담감으로 추가상승여력은 제한적

## 1Q16 영업이익 8,448 억원(QoQ +206.3% / YoY +153.2%)

SK 증권 리서치센터 추정치 7,492 억원을 +12.8% 상회하는 호실적이었음. 한편 시장 컨센서스(6,711 억원)가 추정치보다 낮은 상황이었기 때문에, 동사의 1 분기 실적은 시장 기대를 25.9%나 뛰어넘는 earning surprise 라고 할 수 있음. 전체적인 분위기는 이미 전일 실적발표를 했던 S-Oil 과 크게 다르지 않았음. 정유는 마진이 하락했음에도 2 월 이후 이어진 유가의 반등을 토대로 호실적이 시현 되었고, 화학은 PX spread 강세와 정유사 중 유일하게 보유하고 있는 NCC 로 인해 전분기의 적자를 만회하였음. 특히 유탄유는 1,134 억원의 영업이익으로 11 년 이후 최대치를 기록했음.

## 2Q16 영업이익 4,965 억원(QoQ -41.2% / YoY -49.7%) 추정

예상을 뛰어넘는 호실적은 4 월 22 일 장중에 발표했음에도 동일 주가가 -2.15% 하락한 이유는 2 분기 실적에 대한 우려감 때문인 것으로 판단함. 2 분기 영업이익은 전 분기대비 하락이 불가피할 것으로 예상됨. 일단 성수기에 진입하는 화학과 spread 개선을 이룬 유탄유의 실적강세는 이어질 가능성이 높음. 그렇지만 현 시점에서 정유 사업부의 감익은 불가피해 보임. 첫 번째는 정제마진의 급락임. SK 증권 리서치센터는 장기 저유가의 전망에 기반하여 정제마진도 fundamentally 는 저유가에 수렴하여 빠질 수 밖에 없음을 주장했는데, 복합정제마진 추정치는 지난 해 하반기 한 때 \$10/bbl 을 상회했지만 현재 \$5/bbl 수준까지 급락하였음. 두 번째는 최근 \$40/bbl 까지 반등한 유가 역시 추가 상승을 기대하기 어렵다는 부분임.

## 목표주가 180,000 원 / 투자의견 매수 유지

추정치 변경폭이 적은 만큼 목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 1 분기 실적 강세에 따른 긍정적인 sentiment 가 기대되지만, 시장은 이미 2 분기 실적을 바라보고 있음을 유의해야 함. 전체적인 높은 마진이 유지되는 만큼 투자매력은 잔존하지만, 유가와 정제마진의 upside 가 낮음을 감안할 때 상승여력은 제한적일 것으로 판단함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	66,039.3	65,860.7	48,356.3	37,020.5	33,939.6	31,273.6
yoy	%	(9.9)	(0.3)	(26.6)	(23.4)	(8.3)	(7.9)
영업이익	십억원	1,406.4	(182.8)	1,979.6	1,883.1	1,494.2	1,341.0
yoy	%	(17.2)	적전	흑전	(4.9)	(20.7)	(10.3)
EBITDA	십억원	2,075.7	602.2	2,931.1	2,866.1	2,477.2	2,323.9
세전이익	십억원	1,139.1	(436.7)	1,654.1	2,022.3	1,645.7	1,513.6
순이익(지배주주)	십억원	729.9	(588.8)	814.9	1,530.1	1,245.2	1,145.2
영업이익률%	%	2.1	(0.3)	4.1	5.1	4.4	4.3
EBITDA%	%	3.1	0.9	6.1	7.7	7.3	7.4
순이익률	%	1.7	(0.7)	3.4	5.5	4.8	4.8
EPS	원	4,712	(6,368)	8,813	16,548	13,466	12,385
PER	배	30.0	(13.4)	14.8	9.6	11.8	12.8
PBR	배	0.9	0.6	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	8.8	24.8	4.8	5.0	5.1	6.4
ROE	%	4.7	(3.8)	5.3	9.4	7.2	6.4
순차입금	십억원	5,163	7,014	1,988	(416)	(2,068)	(3,945)
부채비율	%	108.6	118.5	84.0	76.8	72.8	68.7

## 1Q16 실적 review

(단위: %, 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	12,045.5	12,998.3	12,447.5	10,865.0	9,458.2	(21.5)	(12.9)	9,381.8	0.8	(6.5)
영업이익	321.2	987.8	363.9	306.6	844.8	163.0	175.5	671.1	25.9	(13.3)
세전이익	422.8	852.6	351.5	27.2	754.8	78.5	2,670.9	606.7	244	(15.2)
지배순이익	292.7	571.7	152.3	(201.7)	560.1	91.4	(377.7)	438.4	27.8	(14.9)
영업이익률	2.7	7.6	2.9	2.8	8.9	6.3	6.1	7.2	1.8	(0.7)
세전이익률	3.5	6.6	2.8	0.3	8.0	4.5	7.7	6.5	1.5	(0.9)
지배주주순이익률	2.4	4.4	1.2	(1.9)	5.9	3.5	7.8	4.7	1.2	(0.7)

자료: SK 증권 Fnguide

## ROE &amp; PBR Valuation: Target price calculation

항목		2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	7.7%	5.3%	8.7%	7.2%	6.3%	5.7%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE 7.7%				
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.04					
1Q17E BPS(지배주주지분)	164,506					
Target Price	171,026					

자료: SK 이노베이션 SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
EPS(지배주주지분)	8,813	15,627	13,414	12,338	11,668
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	14,131				
1Q17E EPS	15,627				
1Q18E EPS	13,414				

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	141,310	148,375	155,441	162,506	169,572	176,637	183,703	190,768	197,834	204,899
TP by 4Q16E EPS	156,275	164,088	171,902	179,716	187,529	195,343	203,157	210,971	218,784	226,598
TP by 4Q17E EPS	134,141	140,849	147,556	154,263	160,970	167,677	174,384	181,091	187,798	194,505

자료: SK 이노베이션 SK 증권

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	48,325.0	34,092.2	31,252.0	48,356.3	37,020.5	33,939.6	0.1%	8.6%	8.6%
YoY %	-26.6%	-29.5%	-8.3%	-26.6%	-23.4%	-8.3%			
영업이익	1,958.9	1,923.8	1,498.2	1,979.6	1,883.1	1,494.2	1.1%	-2.1%	-0.3%
YoY %	흑전	-1.8%	-22.1%	흑전	-4.9%	-20.7%			
EBITDA	2,904.6	2,883.6	2,458.0	2,931.1	2,866.1	2,477.2	0.9%	-0.6%	0.8%
YoY %	382.4%	-0.7%	-14.8%	386.8%	-2.2%	-13.6%			
순이익	1,081.8	1,578.3	1,220.8	814.9	1,445.0	1,240.3	-24.7%	-8.4%	1.6%
YoY %	흑전	45.9%	-22.7%	흑전	77.3%	-14.2%			

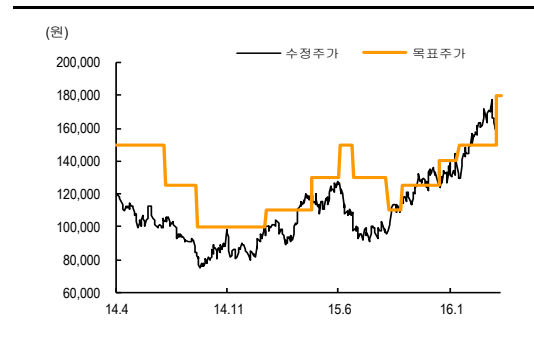
자료: SK 이노베이션 SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	8,727.8	8,531.2	8,599.9	8,233.3	9,458.2	9,308.3	9,321.1	8,932.8	8.4%	9.1%	8.4%	8.5%
YoY %	-27.5%	-34.4%	-30.9%	-24.0%	-21.5%	-28.4%	-25.1%	-17.8%				
QoQ %	-19.4%	-2.3%	0.8%	-4.3%	-12.9%	-1.6%	0.1%	-4.2%				
영업이익	749.2	565.4	390.2	218.9	844.8	496.5	383.1	158.7	12.8%	-12.2%	-1.8%	-27.5%
YoY %	133.2%	-42.8%	7.2%	-23.4%	163.0%	-49.7%	5.3%	-48.2%				
QoQ %	162.1%	-24.5%	-31.0%	-43.9%	175.5%	-41.2%	-22.8%	-58.6%				
EBITDA	989.2	805.4	630.2	458.9	1,090.5	742.2	628.8	404.4	10.2%	-7.8%	-0.2%	-11.9%
YoY %	79.4%	-34.2%	4.4%	-12.7%	97.8%	-39.3%	4.1%	-26.8%				
QoQ %	88.1%	-18.6%	-21.7%	-27.2%	97.4%	-31.9%	-15.3%	-35.7%				
순이익	585.2	456.8	329.5	206.9	560.1	416.6	327.1	141.2	-4.3%	-8.8%	-0.7%	-31.8%
YoY %	99.9%	-20.1%	116.4%	217.2%	91.4%	-27.1%	114.8%	흑전				
QoQ %	797.2%	-21.9%	-27.9%	-37.2%	흑전	-25.6%	-21.5%	-56.8%				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

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



### 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 25 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 4월 25일 기준)

매수	96.6%	중립	3.4%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	14,888	12,842	13,741	15,119	16,252
현금및현금성자산	2,939	3,020	5,336	6,983	8,855
매출채권및기타채권	5,475	3,894	3,150	3,014	2,642
재고자산	5,219	3,560	2,978	2,860	2,538
<b>비유동자산</b>	20,213	18,518	17,905	17,261	16,591
장기금융자산	418	340	340	340	340
유형자산	15,126	13,914	13,301	12,658	11,988
무형자산	1,944	1,663	1,663	1,663	1,663
<b>자산총계</b>	35,101	31,360	31,646	32,381	32,843
<b>유동부채</b>	11,403	7,494	6,962	6,865	6,598
단기금융부채	4,521	2,124	2,124	2,124	2,124
매입채무 및 기타채무	4,644	2,994	2,462	2,365	2,098
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	7,637	6,819	6,819	6,819	6,819
장기금융부채	6,848	6,136	6,136	6,136	6,136
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	31	53	53	53	53
<b>부채총계</b>	19,040	14,313	13,781	13,684	13,418
<b>지배주주지분</b>	15,000	15,890	16,709	17,540	18,269
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	10,492	11,323	12,052
비지배주주지분	1,061	1,157	1,157	1,157	1,157
<b>자본총계</b>	16,061	17,046	17,865	18,697	19,425
<b>부채외자본총계</b>	35,101	31,360	31,646	32,381	32,843

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	927	4,086	3,480	2,657	2,817
당기순이익(손실)	(537)	868	1,490	1,279	1,176
비현금성항목등	1,169	2,185	1,229	1,229	1,229
유형자산감가상각비	785	952	983	983	983
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(384)	(1,233)	(246)	(246)	(246)
운전자본감소(증가)	807	1,560	762	150	412
매출채권및기타채권의 감소(증가)	464	907	670	122	335
재고자산감소(증가)	1,861	1,659	582	117	322
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,614)	(1,662)	(490)	(89)	(245)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	615	181	181	181
<b>투자활동현금흐름</b>	(2,569)	(1,345)	(370)	(339)	(313)
금융자산감소(증가)	31	(1,488)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,554)	(349)	(370)	(339)	(313)
무형자산감소(증가)	(665)	(244)	0	0	0
기타	(382)	736	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	1,710	(2,768)	(447)	(447)	(447)
단기금융부채증가(감소)	(67)	(3,744)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,042	975	0	0	0
자본의증가(감소)	81	100	0	0	0
배당금의 지급	300	0	447	447	447
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	90	81	2,316	1,647	1,872
기초현금	2,849	2,939	3,020	5,336	6,983
기말현금	2,939	3,020	5,336	6,983	8,855
FCF	26	4,160	2,953	1,981	2,189

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	65,861	48,356	37,020	33,940	31,274
<b>매출원가</b>	64,244	44,197	32,647	30,162	27,829
<b>매출총이익</b>	1,616	4,159	4,374	3,778	3,445
매출총이익률 (%)	2.5	8.6	11.8	11.1	11.0
<b>판매비와관리비</b>	1,799	2,180	2,491	2,283	2,104
영업이익	(183)	1,980	1,883	1,494	1,341
영업이익률 (%)	(0.3)	4.1	5.1	4.4	4.3
비영업손익	(254)	(325)	41	145	167
<b>순금융비용</b>	1,071	1,003	456	438	483
외환관련손익	(208)	(179)	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	131	257	430	372	349
세전계속사업이익	(437)	1,654	1,924	1,639	1,508
세전계속사업이익률 (%)	(0.7)	3.4	5.2	4.8	4.8
계속사업법인세	(4)	657	435	361	332
<b>계속사업이익</b>	(433)	998	1,490	1,279	1,176
중단사업이익	(104)	(130)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(537)	868	1,490	1,279	1,176
<b>순이익률 (%)</b>	(0.8)	1.8	4.0	3.8	3.8
지배주주	(589)	815	1,445	1,240	1,141
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	(0.9)	1.7	3.9	3.7	3.6
비지배주주	52	53	45	38	35
<b>총포괄이익</b>	(448)	954	1,490	1,279	1,176
지배주주	(541)	898	1,445	1,240	1,141
비지배주주	92	56	45	38	35
EBITDA	602	2,931	2,866	2,477	2,324

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	(0.3)	(26.6)	(23.4)	(8.3)	(7.9)
영업이익	적전	흑전	(4.9)	(20.7)	(10.3)
세전계속사업이익	적전	흑전	16.3	(14.8)	(8.0)
EBITDA	(71.0)	386.8	(2.2)	(13.6)	(6.2)
EPS(계속사업)	적전	흑전	77.3	(14.2)	(8.0)
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	(3.8)	5.3	8.9	7.2	6.4
ROA	(1.5)	2.6	4.7	4.0	3.6
EBITDA마진	0.9	6.1	7.7	7.3	7.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	130.6	171.4	197.4	220.3	246.3
부채비율	118.5	84.0	77.1	73.2	69.1
순차입금/자기자본	43.7	11.7	(1.8)	(10.6)	(19.8)
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	0.3	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	(6,368)	8,813	15,627	13,414	12,338
BPS	142,715	155,768	164,506	173,377	181,154
CFPS	6,441	22,892	26,027	22,925	21,650
주당 현금배당금	n/a	n/a	3,200	3,200	3,200
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	(13.4)	14.8	10.2	11.9	12.9
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.8	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)					
PCR	13.2	5.7	6.1	6.9	7.3
EV/EBITDA(최고)	24.8	4.8	5.1	5.2	6.4
EV/EBITDA(최저)	5.8	4.5	6.3	5.0	3.3