

SK 이노베이션(096770/KS)

이 것이 정유의 유가 효과

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	128,065 억원
주요주주	
SK(주)(외2)	33.41%
국민연금공단	8.72%
외국인지분률	40.90%
배당수익률	3.50%

Stock Data

주가(16/06/26)	138,500 원
KOSPI	1925.24 pt
52주 Beta	1.59
52주 최고가	178,000 원
52주 최저가	91,000 원
60일 평균 거래대금	500 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.0%	-7.4%
6개월	2.6%	61%
12개월	9.9%	191%

2Q OP는 1 조 439 억원으로 추정되어 컨센서스를 +34.1% 상회하는 earning surprise 일 것임. 정제마진 급락이 있었지만 정유에게는 원래 유가가 더 중요하기 때문에 이익 강세 나타났음. 중장기적으로는 up-turn 기조에 들어가는 BTX 기대치를 높일 시점인데, 다만 현재까지 좋아도 너무 좋았던 유가의 정유사업부와 에틸렌의 NCC가 하향 기조에 진입하는 것은 더 큰 부담이 될 수 있음

2Q16 preview: 영업이익 1 조 439 억원 추정

6/24 기준 컨센서스 7,783 억원을 +34.1% 상회하는 earning surprise 일 것으로 기대함. QoQ +23.6%, YoY +7.0%에 해당함. 2분기 중 정제마진은 급락했지만 유가반등/환율약세 효과로 인해 정유사업부가 호실적이 기대되고, 특히 동사는 화학사업부에서 에틸렌(NCC)도 보유하고 있다는 부분이 감안됨

정유의 감익이냐, BTX의 증익이냐

본 보고서를 통해 분석한대로 BTX는 기조적 up-turn에 접어들 가능성이 높음. 다만 역사적으로 정유업체의 이익의 변동성은 정유사업부가 쥐고 있음. 현재 \$50/bbl 에 근접한 유가가 추가 상승을 못하거나, 혹은 하락하게 될 경우 BTX의 이익 수혜를 누리지 못할 가능성도 있음. 특히 동사는 지금까지 에틸렌(NCC)의 수혜도 누렸기에 에틸렌의 down-turn 우려도 지켜봐야 함

목표주가 180,000 원 / 투자의견 매수 유지

현 시점에서의 주가는 일단 단기 earning surprise에 대한 기대감이 상존함을 선반영해야 함. 다만 유가에 대한 부담감으로 지금까지 이익을 견인했던 정유가 약세로 돌아설 우려감도 있기 때문에 추가 상승여력 제한적일 수밖에 없음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	66,039.3	65,860.7	48,356.3	39,879.6	32,787.4	30,775.3
yoY	%	(9.9)	(0.3)	(26.6)	(17.5)	(17.8)	(6.1)
영업이익	십억원	1,406.4	(182.8)	1,979.6	2,789.9	1,490.7	1,069.5
yoY	%	(17.2)	적전	흑전	40.9	(46.6)	(28.3)
EBITDA	십억원	2,075.7	602.2	2,931.1	3,697.4	2,398.2	1,977.0
세전이익	십억원	1,139.1	(436.7)	1,654.1	2,753.1	1,497.4	1,030.4
순이익(지배주주)	십억원	729.9	(588.8)	814.9	2,097.1	1,146.4	788.9
영업이익률%	%	2.1	(0.3)	4.1	7.0	4.5	3.5
EBITDA%	%	3.1	0.9	6.1	9.3	7.3	6.4
순이익률%	%	1.7	(0.7)	3.4	6.9	4.6	3.3
EPS	원	4,712	(6,368)	8,748	22,680	12,398	8,531
PER	배	30.0	(13.4)	14.9	6.1	11.2	16.2
PBR	배	0.9	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	8.8	24.8	4.8	3.3	4.4	6.5
ROE	%	4.7	(3.8)	5.3	12.8	6.6	4.4
순차입금	십억원	5,163	7,014	1,988	(697)	(2,399)	(3,716)
부채비율	%	108.6	118.5	84.0	80.5	75.6	72.6

2Q16 preview

(단위: 십억원)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	Y-Y	Q-Q	컨센서스	차이(a/b)
매출액	12,999.7	12,447.5	10,865.0	9,458.2	11,177.3	(14.0)	18.2	10,165.5	10.0
영업이익	975.4	363.9	306.6	844.8	1,043.9	7.0	23.6	778.3	34.1
세전이익	840.2	351.5	27.2	740.0	1,052.9	25.3	42.3	663.3	58.7
지배순이익	571.7	152.3	(201.7)	555.9	806.1	41.0	45.0	495.1	62.8
영업이익률	7.5	2.9	2.8	8.9	9.3	1.8	0.4	7.7	1.7
세전이익률	6.5	2.8	0.3	7.8	9.4	3.0	1.6	6.5	2.9
지배주주순이익률	4.4	1.2	(1.9)	5.9	7.2	2.8	1.3	4.9	2.3

자료 SK 이노베이션 SK 증권

연간실적추정 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	48,356.3	37,020.5	33,939.6	48,356.3	39,879.6	32,787.4	0.0%	7.7%	-3.4%
YoY %	-26.6%	-23.4%	-8.3%	-26.6%	-17.5%	-17.8%			
영업이익	1,979.6	1,883.1	1,494.2	1,979.6	2,789.9	1,490.7	0.0%	48.2%	-0.2%
YoY %	흑전	-4.9%	-20.7%	흑전	40.9%	-46.6%			
EBITDA	2,931.1	2,866.1	2,477.2	2,931.1	3,697.4	2,398.2	0.0%	29.0%	-3.2%
YoY %	386.8%	-2.2%	-13.6%	386.8%	26.1%	-35.1%			
순이익	814.9	1,445.0	1,240.3	814.9	2,097.1	1,146.4	0.0%	45.1%	-7.6%
YoY %	흑전	77.3%	-14.2%	흑전	157.3%	-45.3%			

자료 SK 이노베이션 SK 증권

분기실적추정 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E
매출액	9,308.3	9,321.1	8,932.8	8,644.4	11,177	10,081	9,162.2	8,373.0	20.1%	8.2%	2.6%	-3.1%
YoY %	-28.4%	-25.1%	-17.8%	-8.6%	-14.0%	-19.0%	-15.7%	-11.5%				
QoQ %	-1.6%	0.1%	-4.2%	-3.2%	18.2%	-9.8%	-9.1%	-8.6%				
영업이익	496.5	383.1	158.7	320.5	1,043.9	489.8	411.4	264.4	110%	27.9%	159.2%	-17.5%
YoY %	-49.1%	5.3%	-48.2%	-62.1%	7.0%	34.6%	34.2%	-68.7%				
QoQ %	-41.2%	-22.8%	-58.6%	101%	23.6%	-53.1%	-16.0%	-35.7%				
EBITDA	742.2	628.8	404.4	566.2	1,270.8	716.7	638.3	491.3	71.2%	14.0%	57.8%	-13.2%
YoY %	-38.7%	4.1%	-26.8%	-48.1%	4.9%	18.7%	15.6%	-54.2%				
QoQ %	-31.9%	-15.3%	-35.7%	40.0%	18.6%	-43.6%	-10.9%	-23.0%				
순이익	416.6	327.1	141.2	253.1	806.1	392.1	343.1	182.4	93.5%	19.9%	143.0%	-27.9%
YoY %	-27.1%	114.8%	흑전	-54.8%	41.0%	157.5%	흑전	-67.2%				
QoQ %	-25.6%	-21.5%	-56.8%	79.3%	45.0%	-51.4%	-12.5%	-46.8%				

자료 SK 이노베이션 SK 증권

ROE & PBR Valuation

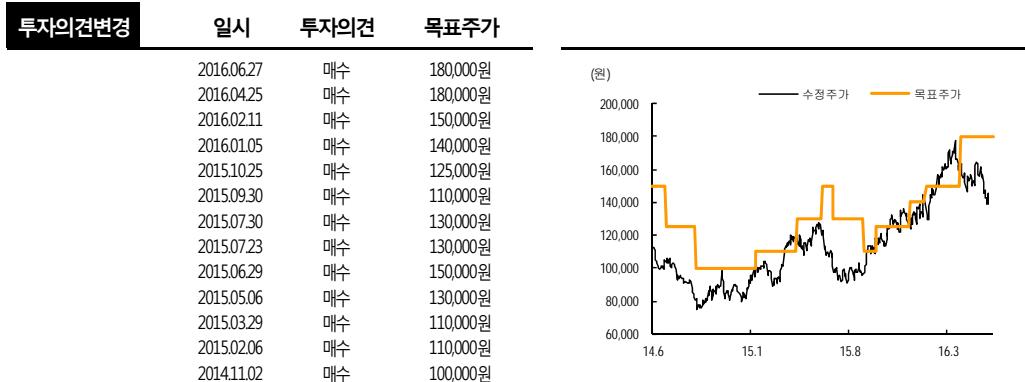
항목		2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
ROE(자배주주지분)	7.8%		ROE(자배주주지분)	5.3%	10.1%	6.6%
Terminal Growth	2.0%		weight	0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.5%		Target ROE	7.8%		
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.05					
1Q17E BPS(자배주주지분)	169,577					
Target Price	177,345					

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER Valuation Sensitivity

	2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
EPS(자배주주지분)	8,748	18,642	12,695	8,331	7,924
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	14,319				
1Q17E EPS	18,642				
1Q18E EPS	12,695				
Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0
TP by weighted EPS	143,186	150,345	157,504	164,664	171,823
TP by 1Q17E EPS	186,418	195,739	205,060	214,381	223,702
TP by 1Q18E EPS	126,951	133,298	139,646	145,993	152,341
	178,982	186,141	193,301	200,460	207,619
	233,023	242,344	251,665	260,986	270,306
	158,688	165,036	171,383	177,731	184,078

자료: SK 이노베이션, SK 증권



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 6월 27 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 6월 27일 기준)

매수	96.13%	중립	3.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	14,888	12,842	14,802	15,770	16,426
현금및현금성자산	2,939	3,020	5,185	6,886	8,204
매출채권및기타채권	5,475	3,894	3,695	3,313	2,969
재고자산	5,219	3,560	3,260	2,948	2,666
비유동자산	20,213	18,518	17,787	17,208	16,608
장기금융자산	418	340	321	321	321
유형자산	15,126	13,914	13,363	12,783	12,184
무형자산	1,944	1,663	1,572	1,572	1,572
자산총계	35,101	31,360	32,589	32,977	33,034
유동부채	11,403	7,494	7,828	7,495	7,196
단기금융부채	4,521	2,124	2,114	2,114	2,114
매입채무 및 기타채무	4,644	2,994	3,468	3,136	2,836
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7,637	6,819	6,704	6,704	6,704
장기금융부채	6,848	6,136	6,031	6,031	6,031
정기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	31	53	52	52	52
부채총계	19,040	14,313	14,531	14,199	13,899
지배주주지분	15,000	15,890	16,891	17,612	17,968
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	10,674	11,395	11,751
비지배주주지분	1,061	1,157	1,167	1,167	1,167
자본총계	16,061	17,046	18,058	18,778	19,135
부채와자본총계	35,101	31,360	32,589	32,977	33,034

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	927	4,086	4,222	3,211	2,808
당기순이익(손실)	(537)	868	2,137	1,168	804
비현금성형모동	1,169	2,185	1,706	1,660	1,660
유형자산감가상각비	785	952	907	907	907
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(384)	(1,233)	(799)	(753)	(753)
운전자본감소(증가)	807	1,560	505	383	345
매출채권및기타채권의감소증가	464	907	220	340	306
재고자산감소(증가)	1,861	1,659	299	313	281
매입채무 및 기타채무의증가(감소)	(1,614)	(1,662)	63	(270)	(243)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	615	695	695	695
투자활동현금흐름	(2,569)	(1,345)	(772)	(328)	(308)
금융자산감소(증가)	31	(1,488)	(413)	0	0
유형자산감소(증가)	(1,554)	(349)	(345)	(328)	(308)
무형자산감소(증가)	(665)	(244)	(21)	0	0
기타	(382)	736	7	0	0
재무활동현금흐름	1,710	(2,768)	(496)	(447)	(447)
단기금융부채증가(감소)	(67)	(3,744)	(139)	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,042	975	92	0	0
자본의증가(감소)	81	100	0	0	0
배당금의지급	300	0	449	447	447
기타	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	90	81	2,165	1,701	1,317
기초현금	2,849	2,939	3,020	5,185	6,886
기말현금	2,939	3,020	5,185	6,886	8,204
FCF	26	4,160	3,666	2,144	1,795

자료 : SK이노베이션 SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	65,861	48,356	39,880	32,787	30,775
매출원가	64,244	44,197	35,359	29,874	28,370
매출총이익	1,616	4,159	4,521	2,914	2,405
매출총이익률 (%)	2.5	8.6	11.3	8.9	7.8
판매비와관리비	1,799	2,180	1,731	1,423	1,336
영업이익	(183)	1,980	2,790	1,491	1,070
영업이익률 (%)	(0.3)	4.1	7.0	4.5	3.5
비영업손익	(254)	(325)	(37)	7	(39)
순금융비용	1,071	1,003	731	457	475
외환관련손익	(208)	(179)	5	0	0
관계기업투자등 관련손익	131	257	120	360	297
세전계속사업이익	(437)	1,654	2,753	1,497	1,030
세전계속사업이익률 (%)	(0.7)	3.4	6.9	4.6	3.3
계속사업법인세	(4)	657	617	329	227
계속사업이익	(433)	998	2,137	1,168	804
중단사업이익	(104)	(130)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(537)	868	2,137	1,168	804
순이익률 (%)	(0.8)	1.8	5.4	3.6	2.6
지배주주	(589)	815	2,097	1,146	789
지배주주기속 순이익률(%)	(0.9)	1.7	5.3	3.5	2.6
비자매주주	52	53	39	22	15
총포괄이익	(448)	954	2,116	1,168	804
지배주주	(541)	898	2,077	1,146	789
비자매주주	92	56	39	22	15
EBITDA	602	2,931	3,697	2,398	1,977

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(0.3)	(26.6)	(17.5)	(17.8)	(6.1)
영업이익		적전	흑전	40.9	(46.6)
세전계속사업이익		적전	흑전	664	(45.6)
EBITDA		(71.0)	386.8	26.1	(35.1)
EPS(계속사업)		적전	흑전	159.3	(45.3)
수익성 (%)					
ROE		(3.8)	5.3	12.8	6.6
ROA		(1.5)	2.6	6.7	3.6
EBITDA마진		0.9	6.1	9.3	7.3
안정성 (%)					
유동비율	130.6	171.4	189.1	210.4	228.3
부채비율	118.5	84.0	80.5	75.6	72.6
순차입금/자기자본	43.7	11.7	(3.9)	(12.8)	(19.4)
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	0.3	0.0	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(6,368)	8,748	22,680	12,398	8,531
BPS	142,715	155,768	167,594	175,283	179,085
CFPS	6,441	22,892	32,772	22,091	18,586
주당 현금배당금	n/a	4,800	3,200	3,200	3,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(13.4)	14.9	6.1	11.2	16.2
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR(최저)					
PCR	13.2	5.7	4.2	6.3	7.5
EV/EBITDA(최고)	24.8	4.8	3.3	4.4	6.5
EV/EBITDA(최저)	6.9	5.8	4.5	6.3	5.0