



BUY(Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(2/3): 156,500원

시가총액: 145,813억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02)3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/3)		2,073.16pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	178,000원	129,500원
등락률	-12.08%	20.85%
수익률	절대	상대
1W	1.0%	-0.5%
6M	10.2%	6.0%
1Y	19.0%	8.5%

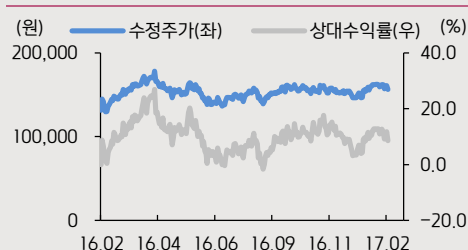
Company Data

발행주식수	93,714천주
일평균 거래량(3M)	254천주
외국인 지분율	39.94%
배당수익률(16E)	4.37%
BPS(16E)	183,032원
주요 주주	SK 외 2인 33.42%
	국민연금관리공단 10.01%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	483,563	395,205	492,855	502,169
보고영업이익	19,796	32,286	33,052	34,948
핵심영업이익	19,796	32,286	33,052	34,948
EBITDA	29,311	41,241	41,864	44,609
세전이익	16,541	24,236	28,882	30,543
순이익	8,677	17,216	22,528	23,824
지배주주지분순이익	8,149	16,800	21,814	23,068
EPS(원)	8,696	17,927	23,277	24,616
증감률(%YoY)	N/A	106.2	29.8	5.8
PER(배)	14.9	8.2	6.3	6.0
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	5.5	3.8	3.8	3.2
보고영업이익률(%)	4.1	8.2	6.7	7.0
핵심영업이익률(%)	4.1	8.2	6.7	7.0
ROE(%)	5.2	9.7	11.8	11.4
순부채비율(%)	19.5	8.0	9.8	1.6

Price Trend



실적 Review

SK이노베이션 (096770)

실적 대비 과도한 저평가 구간



SK이노베이션의 작년 4분기 영업이익은 최근 높아진 시장기대치에 부합하였습니다. 우호적 환율 효과, 유가 상승에 따른 재고평가이익 증가 및 석유사업부문 계절적 성수기에 따른 물량 증가에 기인합니다. 한편 당사는 이번 컨퍼런스콜에서 작년 보통주 DPS를 6,400원(배당수익률 4.37%)으로 발표하였습니다. 올해도 전 사업부문의 견고한 업황이 유지되는 가운데 작년 정기보수 진행에 따른 물량 측면의 기저 효과로 증익 추세 지속되며, 배당주로서의 매력을 유지할 전망입니다.

>>> 4분기 영업이익, 컨센서스 부합

SK이노베이션의 작년 4분기 영업이익은 8,494억원으로 최근 높아진 시장기대치에 대체적으로 부합하였다. 정기보수 진행(SK인천석유화학 CDU, 울산 석유화학, 울산 #2 RFCC 등)에 따른 기회비용 발생에도 불구하고, 유가 상승에 따른 재고평가이익 및 긍정적 환율 효과가 반영되었기 때문이다.

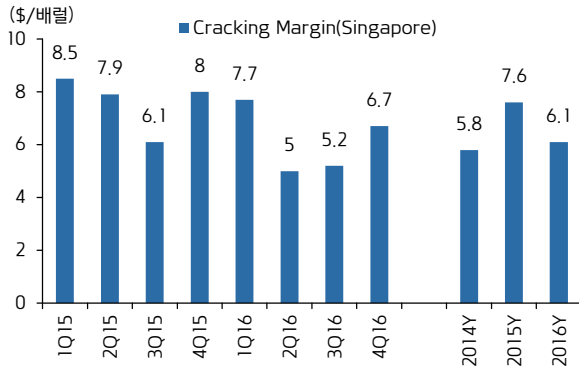
사업부문별로는 1) 석유사업부문 영업이익은 환율 및 유가의 긍정적인 효과로 전 분기 대비 609.1% 증가한 6,517억원을 기록하였다. 2) 화학사업부문 영업이익은 올레핀/방향족 스프레드 개선에도 불구하고, 정기보수에 따른 폴리머 가동률 감축으로 전 분기 대비 18.2% 감소한 1,763억원을 기록하였다. 3) 윤활유사업부문 영업이익은 판매량이 증가하였지만, 원가 상승에 따른 마진 축소로 전 분기 대비 26.2% 감소한 864억원을 기록하였다. 4) 석유개발 및 기타 사업부문 영업이익은 운영비/상각비 증가에 따른 석유개발사업 이익 축소 및 정보전자 소재사업의 고객사 재고 조정 효과로 전 분기 대비 손실폭이 커진 -650억원을 기록하였다. 한편 영업외손실(E&P광구 손상차손: 3,141억원) 확대로 순이익은 1,577억원으로 시장기대치를 큰 폭으로 하회하였다.

>>> 올해 증익 추세 지속 전망

우리는 올해도 동사의 증익 추세가 이어질 것으로 전망하고 있다. 이는 1) 작년 울산 콤플렉스, SK종합화학 NCC, SK인천석유화학 등 창사 이래 최대 정기보수를 진행하였고, 동시에 일부 설비들의 공정 개선을 통하여 생산능력을 확대하였다. 이에 올해 물량 측면의 기저효과가 발생할 전망이다. 2) 역내 PX 설비 신증설에 따른 내년 PX 공급 확대 요인이 존재하나, 수요가 예상보다 강해 그 효과는 반감될 전망이다. 이는 2014~2016년까지 제한되었던 PET Resin 신증설이 올해에는 약 400만톤이 발생할 것으로 보이기 때문이다. 3) 한편 정제마진은 작년과 유사한 수준을 유지할 전망이다. 역내 LPG 크래킹 증가에 따른 나프타 크랙 마진의 감소가 전망되지만, 올해 상반기에는 2014년 이래 세계 정제설비의 T/A가 가장 클 전망이며, 러시아 정제설비 고도화에 따른 FO 크랙 마진 증가 및 수요 증가로 인한 개스오일 마진 증가가 예상되고, 4) 일회성 비용이 더 이상은 제한되기 때문이다.

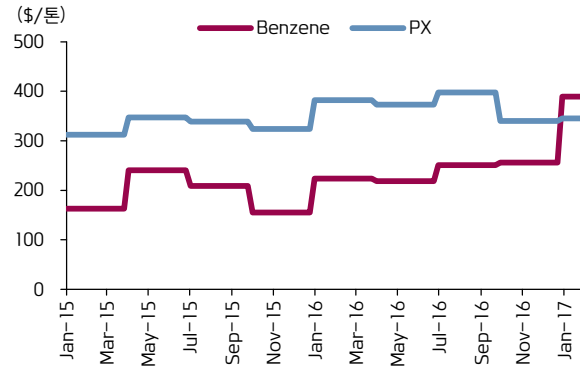
현 주가는 올해 기준 PER 6.3배, PBR 0.7배 수준으로 ROE 11.8%를 감안하면 세계 정유업체 중 가장 저평가되어 있다고 판단된다. 동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 220,000원 유지한다.

싱가폴 크랙 마진 추이



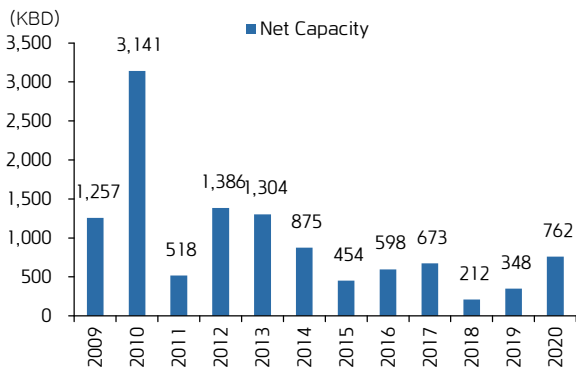
자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

방향족 주요 제품 스프레드 추이



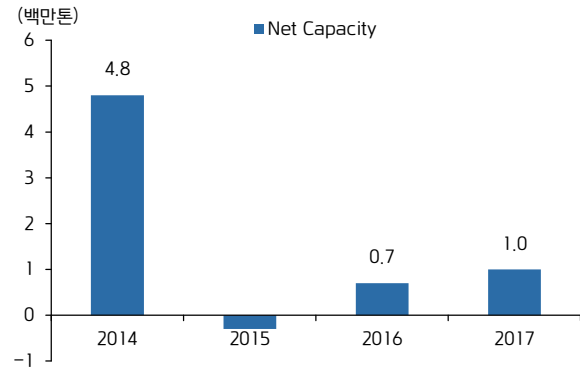
자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

아시아/중동 CDU 순증 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 윤활기유 순증 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

SK이노베이션 실적 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2014	2015	2016	2017E
매출액	12,044	12,997	12,447	10,868	9,458	10,280	9,703	10,079	65,861	48,356	39,521	49,285
에너지	8,985	9,514	9,036	7,764	6,646	7,443	7,025	7,259	49,056	35,300	28,370	36,896
종합화학	2,210	2,586	2,354	2,139	1,968	1,945	1,834	1,940	12,639	9,288	7,687	8,555
루브리컨츠	620	656	665	681	622	653	599	661	2,988	2,622	2,536	2,739
이노베이션	231	242	392	285	222	239	245	222	1,204	1,150	928	1,096
영업이익	334	1,000	371	276	845	1,120	415	849	-183	1,980	3,229	3,305
%OP	2.8%	7.7%	3.0%	2.5%	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	-0.3%	4.1%	8.2%	6.7%
에너지	153	755	107	285	491	705	92	652	-992	1,299	1,939	1,787
종합화학	116	243	120	-47	224	303	215	176	359	431	919	1,043
루브리컨츠	57	42	83	114	132	133	117	86	290	295	469	468
이노베이션	-4	-51	54	-45	-2	-21	-9	-95	119	-45	-98	7

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	658,607	483,563	395,205	492,855	502,169
매출원가	642,444	441,968	347,418	443,538	450,649
매출총이익	16,163	41,595	47,787	49,317	51,520
판매비및일반관리비	17,991	21,799	15,501	16,264	16,572
영업이익(보고)	-1,828	19,796	32,286	33,052	34,948
영업이익(핵심)	-1,828	19,796	32,286	33,052	34,948
영업외손익	-2,539	-3,254	-8,050	-4,170	-4,405
이자수익	586	565	779	573	627
배당금수익	107	91	55	31	34
외환이익	15,456	12,477	15,939	15,682	15,649
이자비용	2,430	2,676	2,725	3,297	3,597
외환손실	17,540	14,267	15,435	15,061	15,009
관계기업지분법손익	1,308	2,570	370	554	581
투자및기타자산처분손익	-193	-11	-62	-78	-80
금융상품평가및기타금융이익	324	523	-22	-110	-100
기타	-157	-2,527	-6,950	-2,464	-2,511
법인세차감전이익	-4,367	16,541	24,236	28,882	30,543
법인세비용	-36	6,566	7,020	6,354	6,720
유효법인세율 (%)	0.8%	39.7%	29.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	-5,372	8,677	17,216	22,528	23,824
지배주주지분순이익(억원)	-5,888	8,149	16,800	21,814	23,068
EBITDA	6,022	29,311	41,241	41,864	44,609
현금순이익(Cash Earnings)	2,478	18,192	26,172	31,340	33,485
수정당기순이익	-5,502	8,368	17,300	22,717	24,004
증감율(% YoY)					
매출액	-0.3	-26.6	-18.3	24.7	1.9
영업이익(보고)	N/A	N/A	63.1	2.4	5.7
영업이익(핵심)	N/A	N/A	63.1	2.4	5.7
EBITDA	-71.0	386.8	40.7	1.5	6.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	106.2	29.8	5.8
EPS	N/A	N/A	106.2	29.8	5.8
수정순이익	N/A	N/A	106.7	31.3	5.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	9,271	40,857	30,455	25,633	32,458
당기순이익	-5,372	8,677	17,216	22,528	23,824
감가상각비	7,001	8,032	7,594	7,562	8,513
무형자산상각비	849	1,483	1,361	1,250	1,148
외환손익	1,055	445	-504	-621	-641
자산처분손익	535	518	62	78	80
지분법손익	-1,485	-490	-370	-554	-581
영업활동자산부채 증감	8,073	15,605	4,682	-5,175	-494
기타	-1,384	6,588	413	565	609
투자활동현금흐름	-25,694	-13,454	-3,094	-29,464	-12,498
투자자산의 처분	-3,525	-7,636	4,000	-4,341	-369
유형자산의 처분	812	1,002	0	0	0
유형자산의 취득	-16,351	-4,488	-7,000	-25,000	-12,000
무형자산의 처분	-6,647	-2,444	0	0	0
기타	17	112	-94	-123	-129
재무활동현금흐름	17,099	-27,683	-2,031	7,855	1,669
단기차입금의 증가	-671	-37,435	0	0	0
장기차입금의 증가	20,422	9,752	3,500	12,500	6,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-2,996	0	-4,474	-5,965	-4,474
기타	344	0	-1,058	1,320	143
현금및현금성자산의순증가	900	811	25,330	4,024	21,629
기초현금및현금성자산	28,486	29,386	30,197	55,527	59,551
기말현금및현금성자산	29,386	30,197	55,527	59,551	81,180
Gross Cash Flow	1,198	25,253	25,773	30,808	32,952
Op Free Cash Flow	-8,889	30,127	38,923	11,689	32,116

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	148,884	128,422	135,804	159,664	183,185
현금및현금성자산	29,386	30,197	55,527	59,551	81,180
유동금융자산	3,787	18,325	14,976	18,677	19,030
매출채권및유동채권	63,524	44,017	35,974	44,863	45,711
재고자산	52,187	35,598	29,093	36,282	36,968
기타유동비금융자산	0	286	233	291	296
비유동자산	202,129	185,177	183,022	200,550	203,571
장기매출채권및기타비유동채권	267	217	177	221	225
투자자산	26,628	26,784	26,624	27,920	28,598
유형자산	151,262	139,142	138,548	155,986	159,473
무형자산	19,438	16,631	15,269	14,019	12,872
기타비유동자산	4,533	2,404	2,404	2,404	2,404
자산총계	351,013	313,598	318,826	360,213	386,756
유동부채	114,034	74,940	64,983	75,987	77,037
매입채무및기타유동채무	67,552	50,808	41,524	51,785	52,763
단기차입금	30,238	3,893	3,893	3,893	3,893
유동성장기차입금	11,370	16,554	16,554	16,554	16,554
기타유동부채	4,874	3,684	3,011	3,755	3,826
비유동부채	76,369	68,195	70,637	84,457	90,600
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	68,144	61,301	64,801	77,301	83,301
기타비유동부채	8,225	6,894	5,836	7,156	7,299
부채총계	190,403	143,135	135,620	160,445	167,637
자본금	4,686	4,686	4,686	4,686	4,686
주식발행초과금	56,832	56,832	56,832	56,832	56,832
이익잉여금	86,360	94,496	107,126	123,355	142,218
기타자본	2,125	2,883	2,883	2,883	2,883
지배주주지분자본총계	150,003	158,897	171,527	187,756	206,619
비지배주주지분자본총계	10,607	11,566	11,679	12,013	12,500
자본총계	160,611	170,463	183,206	199,769	219,119
순차입금	76,579	33,227	14,745	19,520	3,539
총차입금	109,752	81,748	85,248	97,748	103,748

투자지표

(단위: 원, 배, %)

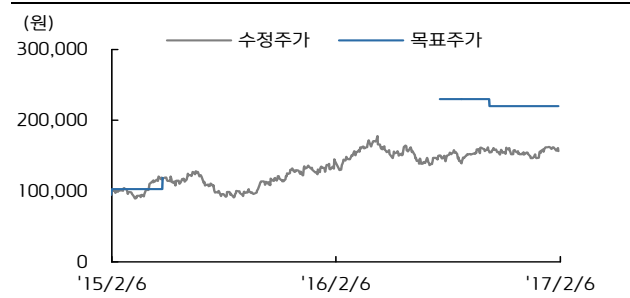
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-6,283	8,696	17,927	23,277	24,616
BPS	160,065	169,556	183,032	200,350	220,478
주당EBITDA	6,425	31,277	44,008	44,672	47,601
CFPS	2,644	19,412	27,927	33,442	35,731
DPS	0	4,800	6,400	4,800	4,800
주가배수(배)					
PER	-13.5	14.9	8.2	6.3	6.0
PBR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	24.7	5.5	3.8	3.8	3.2
PCFR	32.2	6.7	5.2	4.4	4.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-0.3	4.1	8.2	6.7	7.0
영업이익률(핵심)	-0.3	4.1	8.2	6.7	7.0
EBITDA margin	0.9	6.1	10.4	8.5	8.9
순이익률	-0.8	1.8	4.4	4.6	4.7
자기자본이익률(ROE)	-3.3	5.2	9.7	11.8	11.4
투자자본이익률(ROIC)	-0.9	6.0	18.1	17.8	17.7
안정성(%)					
부채비율	118.5	84.0	74.0	80.3	76.5
순차입금비용	47.7	19.5	8.0	9.8	1.6
이자보상배율(배)	N/A	7.4	11.8	10.0	9.7
활동성(배)					
매출채권회전율	10.0	9.0	9.9	12.2	11.1
재고자산회전율	10.7	11.0	12.2	15.1	13.7
매입채무회전율	8.7	8.2	8.6	10.6	9.6

- 당사는 2월 3일 현재 'SK이노베이션 (096770)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
SK이노베이션 (096770)	2015/04/30	Marketperform(Maintain)	118,500원
	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	230,000원
	2016/09/06	Buy(Maintain)	230,000원
	2016/10/13	Buy(Maintain)	230,000원
	2016/10/14	Buy(Maintain)	220,000원
	2016/10/28	Buy(Maintain)	220,000원
	2016/10/31	Buy(Maintain)	220,000원
	2016/12/26	Buy(Maintain)	220,000원
	2017/02/06	Buy(Maintain)	220,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%