

SK이노베이션(096770)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 260,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/25)	2,197
주가(4/25)	170,000
시가총액(십억원)	15,719
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	170,000/136,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	38,211
유동주식비율(외국인지분율(%))	66.0/41.6
주요주주(%)	SK 외 1인 33.4
	국민연금 10.4

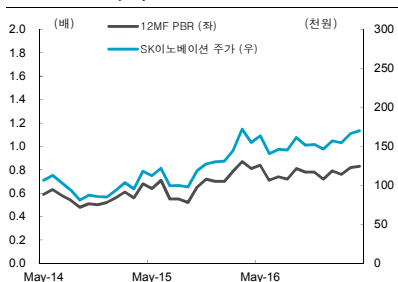
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	8.2	4.9	4.9
PBR(x)	0.8	0.9	0.8
ROE(%)	10.1	18.1	16.7
DY(%)	4.4	6.0	6.7
EV/EBITDA(x)	3.8	3.0	2.3
EPS(원)	17,934	34,577	34,984
BPS(원)	183,956	197,537	222,124

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.0	7.6	4.0
상대주가(%p)	2.7	(0.2)	(5.1)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

놀라운 실적, 1분기 이후에도 지속될 것

What's new : 5년내 최대 분기 순이익 기록

1분기 영업이익은 전분기 대비 18% 증가한 1조원으로, 추정치와 컨센서스를 13%, 20% 상회했다. 화학과 정유 부문의 실적 강세가 서프라이즈를 이끌었다. 순이익은 전분기 대비 488%, 전년동기 대비 52% 증가해 추정치와 컨센서스를 24%, 36% 상회했다. E&P자산 손상차손을 비롯한 일회성 비용이 발생하지 않았기 때문이다. 1분기 실적 강세를 반영해 2017년 영업이익 추정치를 6% 상향한다. 2분기에도 놀라운 실적은 이어질 것으로 보인다. 2분기 영업이익은 전분기 대비 9% 늘어나, 컨센서스를 31% 상회할 전망이다.

Positives : 화학부문 사상 최대 분기 실적 달성

1분기 화학부문 영업이익은 전분기 대비 158% 개선돼 추정치를 58% 상회했다. 이번 분기 실적부터 SK이노베이션의 100% 자회사인 SK인천석유화학 사업구분이 변경됐다. 기존 SK이노베이션의 석유부문에 100% 반영되던 SK인천석유화학 실적을 석유, 화학 사업으로 분리하여 해당 사업부에 포함시켰다. 사업구분 변경에 따라 화학부문에 추가된 1,080억원의 영업이익과 200억원의 재고평가이익을 제외하고서도, 1분기 영업이익은 추정치를 12% 상회하는 수준이다. 윤활유 사업부 영업이익 또한 전분기 대비 10% 개선됐다. Group II, III 윤활기유의 타이트한 수급 덕분이다. 그러나 원재료 가격의 래깅 효과가 부정적으로 작용해, 윤활기유 영업이익은 추정치를 17% 밑돌았다.

Negatives : 정유부문 전분기 대비 이익 줄었지만, 여전히 기대 이상

정유부문 영업이익은 전분기 대비 30% 감소했다. 1) 3월 유가 급락으로 1개월 후행 정제마진이 악화됐고, 2) 인천석유의 화학사업 이익(1,080억원)이 제거됐기 때문이다. 인천석유 영업이익과 예상치를 100억원 가량 상회한 재고평가이익을 더할 경우, 1분기 영업이익은 추정치를 13% 상회했을 것으로 추정된다. 2분기 정유부문 영업이익은 전분기 대비 38% 증가해 실적의 key driver로 작용할 것이다. 2분기 재고평가이익이 없을 것으로 예상(1분기 1,600억원 인식)되지만 정제마진이 대폭 개선되며 2분기 호실적을 견인할 전망이다. 2분기 현재까지 평균 기준 1개월 후행 정제마진은 이미 전분기 대비 42% 개선된 배럴당 8.7달러다. 향후 정제설비 증설은 제한적으로, spot 정제마진의 구조적 개선이 기대된다.

결론 : 구조적 성장 전망

SK이노베이션에 대해 매수 의견과 목표주가 260,000원을 유지한다. 1) 수요붕괴 수준으로 유가가 급등하지 않고, 2) 글로벌 경기가 둔화되지 않는다고 가정할 때, 향후 수년간 석유수요 증가가 정제설비 공급을 상회하는 추세가 이어질 전망이다. 밸류에이션 multiple은 여전히 역사적 저점 수준인 반면, 높은 배당 수익률과 구조적 성장이 가시화되고 있다. 향후 정제마진이 상승하기에 앞서 추가 매수를 추천한다. (단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				종합률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	11,108	11,387	2.5	11,653	13.0	20.4	46,830	47,648
영업이익	886	1,004	13.3	837	18.3	18.9	4,412	3,033
영업이익률	8.0	8.8	0.8	7.2	0.4	(0.1)	9.4	6.4
세전이익	945	1,163	23.1	821	231.0	57.2	4,449	2,755
순이익	682	847	24.3	621	488.0	52.4	3,218	2,031

이도연 3276-6162
daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜 3276-6233
chohye.jeong@truefriend.com

<표 1> SK이노베이션: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	9,458	10,280	9,703	10,079	11,387	11,540	11,754	12,149	39,521	46,830	47,721
영업이익	845	1,120	415	849	1,004	1,094	1,093	1,221	3,228	4,412	4,775
영업이익률 (%)	8.9	10.9	4.3	8.4	8.8	9.5	9.3	10.0	8.2	9.4	10.0
순이익	556	611	360	144	847	732	757	882	1,671	3,218	3,254
증가율 (% YoY)											
매출액	(21.5)	(20.9)	(22.0)	(7.2)	20.4	12.3	21.1	20.5	(18.3)	18.5	1.9
영업이익	163.0	13.3	14.0	177.0	18.9	(2.3)	163.4	43.7	63.1	36.7	8.2
순이익	89.9	7.0	136.5	NM	52.4	19.7	110.2	512.1	105.1	92.5	1.1
증가율 (% QoQ)											
매출액	(12.9)	8.7	(5.6)	3.9	13.0	1.3	1.9	3.4			
영업이익	175.6	32.5	(62.9)	104.7	18.3	8.9	(0.1)	11.7			
순이익	NM	10.0	(41.1)	(60.0)	488.1	(13.6)	3.4	16.5			
컨센서스 추정 영업이익						834	737	811		3,033	3,072
차이 (%)						31.2	48.4	50.5		45.5	55.4
KIS 추정 영업이익 변화 (%)						6.2	6.1	1.2		6.3	(1.1)

자료: 한국투자증권

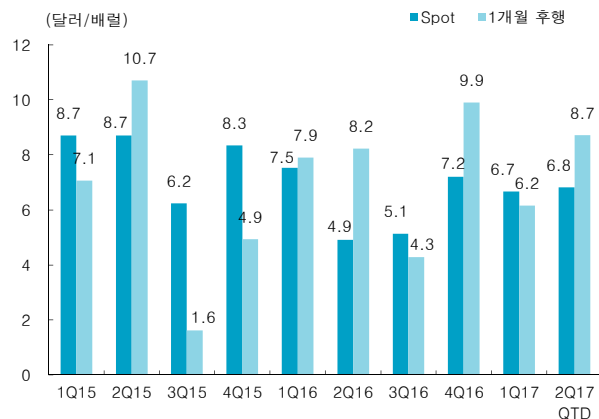
<표 2> SK이노베이션: 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	9,458	10,280	9,703	10,079	11,302	11,540	11,754	12,149	39,521	46,830	47,721
정유	6,646	7,442	7,025	7,256	8,064	8,172	8,140	8,545	28,370	32,920	33,579
석유화학	1,968	1,945	1,834	1,939	2,333	2,478	2,698	2,644	7,687	10,153	10,356
운환유	622	653	599	661	729	711	731	766	2,536	2,937	3,030
E&P	222	240	245	222	177	179	186	194	928	736	757
영업이익	845	1,120	415	849	1,004	1,094	1,093	1,221	3,228	4,412	4,775
정유	490.5	705	92	652	454	625	576	750	1,939	2,406	2,793
석유화학	224	303	215	176	455	346	397	358	919	1,555	1,500
운환유	132	133	117	86	95	125	122	114	468	456	477
E&P	(2)	(21)	(9)	(65)	1	(2)	(2)	(2)	(98)	(5)	5
영업이익률 (%)	8.9	10.9	4.3	8.4	8.9	9.5	9.3	10.0	8.2	9.4	10.0
정유	7.4	9.5	1.3	9.0	5.6	7.7	7.1	8.8	6.8	7.3	8.3
석유화학	11.4	15.6	11.7	9.1	19.5	13.9	14.7	13.5	12.0	15.3	14.5
운환유	21.2	20.3	19.5	13.0	13.0	17.6	16.6	14.9	18.5	15.5	15.8
E&P	(1.0)	(8.9)	(3.9)	(29.3)	0.5	(1.3)	(1.3)	(0.8)	(10.5)	(0.7)	0.6

자료: 한국투자증권

[그림 1] 분기별 정제마진: Spot vs. 1개월 후행



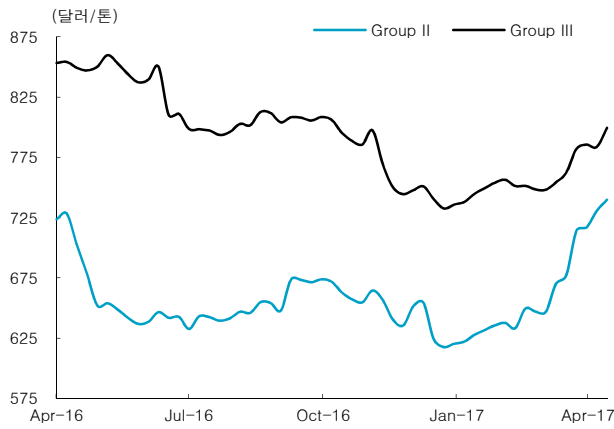
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 2] 1개월 후행 정제마진 추이



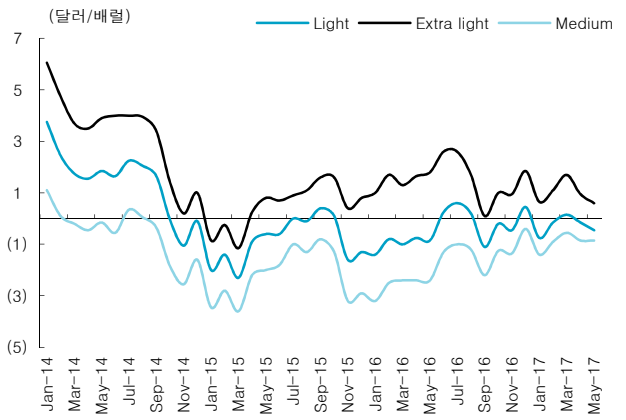
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 3] 윤활기유 가격 빠르게 상승 중



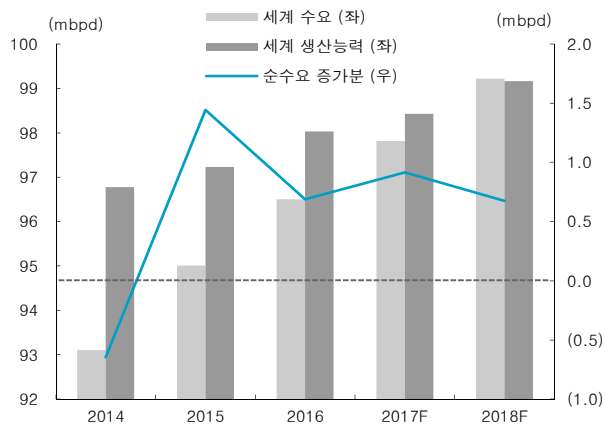
자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 4] 사우디아라비아 OSP 추이



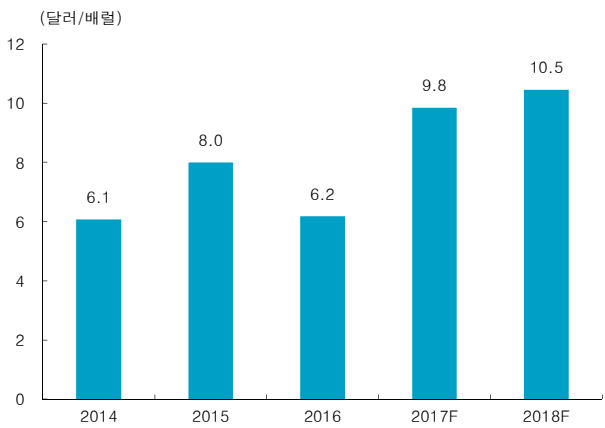
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 5] 세계 정유 수급 전망



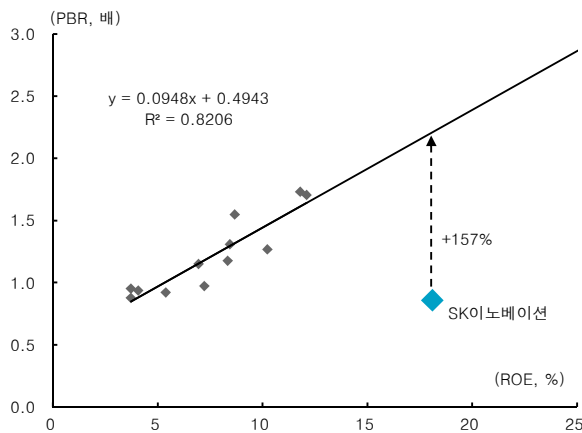
자료: 한국투자증권

[그림 6] 연간 spot 정제마진 전망



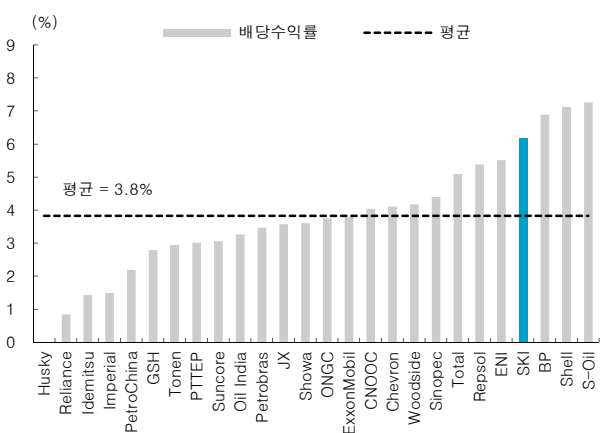
자료: 한국투자증권

[그림 7] Global peers: ROE - PBR 분석 (2017F)



자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 8] Global peers: 배당수익률 비교 (2017F)



자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 3〉 동종업체 밸류에이션

국내	시가총액 (백만달러)	PE (x)			EPS Growth (%)			PB (x)			ROE (%)			배당수익률(%)		
		2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F
SK이노베이션	13,967	14.9	8.2	4.9	NM	105.1	92.8	0.8	0.8	0.9	5.3	10.1	18.1	3.7	4.4	6.0
S-Oil	9,993	14.6	8.2	7.4	NM	90.9	30.5	1.7	1.5	1.6	12.3	20.5	23.2	3.0	7.3	6.8
GS	4,937	9.8	6.4	4.9	NM	63.7	42.0	0.8	0.7	0.7	8.1	12.1	15.3	3.0	3.0	2.7
평균		13.1	7.6	5.8	NM	86.6	55.1	1.1	1.0	1.1	8.5	14.2	18.9	3.2	4.9	5.2
해외																
Exxon Mobil	343,885	20.2	37.6	20.5	(49.3)	(43.9)	83.0	1.9	2.0	2.0	9.4	5.3	9.7	3.7	3.7	3.8
Petrochina	197,077	22.4	100.0	19.7	(67.8)	(74.2)	408.2	0.7	0.8	0.7	3.0	0.7	3.6	2.1	0.8	2.2
BP	113,184	NA	31.4	17.0	NM	NM	85.2	1.0	1.2	1.2	(6.2)	3.3	6.9	7.7	7.0	6.9
Sinopec	101,488	14.6	17.1	12.8	(32.9)	23.6	33.6	0.7	1.0	0.9	5.1	5.9	7.4	3.8	3.2	4.4
Petrobras	59,354	NA	NA	11.4	NM	NM	NM	0.3	0.7	0.7	(12.4)	(0.8)	5.3	0.0	0.0	3.5
CNOOC	52,134	15.0	NA	13.9	(66.7)	NM	NM	0.8	1.0	0.9	5.3	(0.5)	6.5	6.1	3.2	4.0
Reliance	72,943	10.3	16.7	15.1	4.7	7.7	10.5	1.1	1.9	1.6	11.3	11.5	11.2	1.2	0.8	0.8
ONGC	36,181	14.3	13.6	11.4	(30.8)	(6.9)	19.2	1.5	1.2	1.1	10.4	9.2	10.1	3.1	2.8	3.7
Repsol	23,899	NA	13.0	11.0	NM	NM	17.6	0.5	0.7	0.7	(5.0)	5.6	6.4	NA	5.0	5.4
PTTEP	11,152	NA	23.7	16.4	NM	NM	44.8	0.6	0.9	0.9	(8.7)	3.9	5.7	5.2	2.2	3.0
Thai Oil	4,528	11.1	8.7	10.0	NM	46.0	(12.6)	1.5	1.5	1.3	13.9	17.9	14.2	4.1	5.1	4.5
Tonen	4,316	7,300.0	11.7	10.1	NM	79057.1	15.8	1.6	1.9	1.8	0.0	14.2	NA	3.7	3.4	2.9
IRPC	3,182	9.3	10.4	10.5	NM	11.7	(0.8)	1.2	1.3	1.2	13.1	13.0	12.5	5.1	4.0	4.1
평균		824.1	25.8	13.8	(40.5)	9877.6	64.0	1.0	1.2	1.2	3.0	6.9	8.3	3.8	3.2	3.8

주: 2017년 4월 25일 종가 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
유동자산	14,888	12,842	14,988	18,783	18,405
현금성자산	2,939	3,020	2,644	4,639	4,420
매출채권및기타채권	5,622	4,030	4,404	5,158	5,104
재고자산	5,219	3,560	4,445	5,241	5,144
비유동자산	20,213	18,518	17,594	17,062	16,485
투자자산	2,663	2,678	2,567	2,584	2,584
유형자산	15,126	13,914	13,603	13,447	13,274
무형자산	1,944	1,663	1,272	819	415
자산총계	35,101	31,360	32,581	35,844	34,890
유동부채	11,403	7,494	8,737	9,489	9,142
매입채무및기타채무	6,680	5,019	6,473	7,632	7,490
단기차입금및단기사채	3,024	389	22	22	22
유동성장기부채	1,137	1,655	1,678	1,180	980
비유동부채	7,637	6,819	5,540	5,325	2,285
사채	6,086	5,465	4,123	3,363	323
장기차입금및금융부채	762	670	749	1,293	1,293
부채총계	19,040	14,313	14,276	14,815	11,427
지배주주지분	15,000	15,890	17,103	18,376	20,680
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,893	5,884	5,884	5,884	5,884
기타자본	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	8,636	9,450	10,671	11,944	14,248
비지배주주지분	1,061	1,157	1,202	2,654	2,783
자본총계	16,061	17,046	18,305	21,030	23,463

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
영업활동현금흐름	927	4,086	3,678	5,446	4,574
당기순이익	(537)	868	1,721	3,324	3,383
유형자산감가상각비	700	803	799	792	808
무형자산상각비	85	148	115	126	76
자산부채변동	807	1,560	268	(370)	(4)
기타	(128)	707	775	1,574	311
투자활동현금흐름	(2,569)	(1,345)	(2,056)	(686)	(474)
유형자산투자	(1,635)	(449)	(607)	(675)	(675)
유형자산매각	81	100	40	40	40
투자자산순증	(353)	(764)	(1,434)	(200)	(183)
무형자산순증	(665)	(244)	(55)	328	328
기타	2	12	0	(179)	16
재무활동현금흐름	1,710	(2,768)	(2,019)	(2,766)	(4,319)
자본의증가	27	0	0	0	0
차입금의순증	1,975	(2,768)	(1,569)	(714)	(3,240)
배당금지급	(300)	0	(451)	(596)	(945)
기타	7	0	1	(1,456)	(134)
기타현금흐름	22	109	21	0	0
현금의증가	90	81	(375)	1,995	(219)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

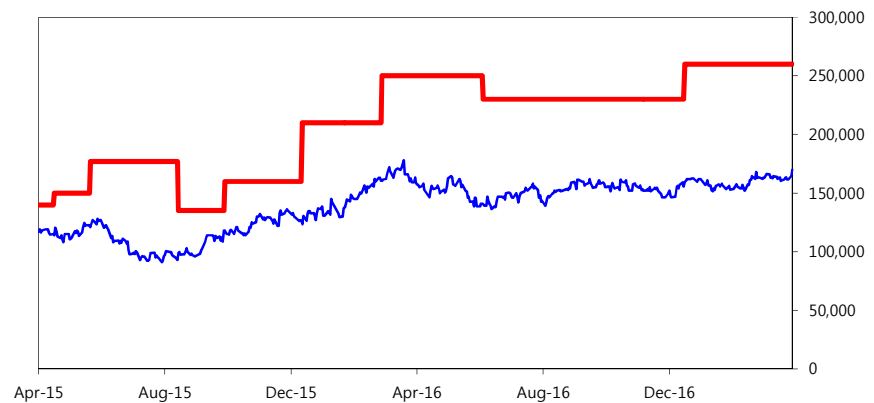
	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액	65,861	48,356	39,521	46,830	47,721
매출원가	64,244	44,197	34,562	39,899	40,366
매출총이익	1,616	4,159	4,959	6,931	7,355
판매관리비	1,799	2,180	1,730	2,519	2,580
영업이익	(183)	1,980	3,228	4,412	4,775
금융수익	2,617	2,251	1,792	1,101	857
이자수익	59	56	86	92	114
금융비용	2,966	2,571	2,082	756	672
이자비용	243	268	253	200	133
기타영업외손익	(36)	(262)	(391)	(125)	(266)
관계기업관련손익	131	257	(124)	(183)	(183)
세전계속사업이익	(437)	1,654	2,423	4,449	4,511
법인세비용	(4)	657	702	1,125	1,128
연결당기순이익	(537)	868	1,721	3,324	3,383
지배주주지분순이익	(589)	815	1,671	3,218	3,254
기타포괄이익	89	86	(10)	0	0
총포괄이익	(448)	954	1,711	3,324	3,383
지배주주지분포괄이익	(541)	898	1,661	3,218	3,254
EBITDA	602	2,931	4,143	5,330	5,659

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	(6,404)	8,744	17,934	34,577	34,984
BPS	161,517	171,008	183,956	197,537	222,124
DPS	0	4,800	6,400	10,186	11,394
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(0.3)	(26.6)	(18.3)	18.5	1.9
영업이익증가율	NM	NM	63.1	36.7	8.2
순이익증가율	NM	NM	105.1	92.5	1.1
EPS증가율	NM	NM	105.1	92.8	1.2
EBITDA증가율	(71.0)	386.8	41.3	28.7	6.2
수익성(%)					
영업이익률	(0.3)	4.1	8.2	9.4	10.0
순이익률	(0.9)	1.7	4.2	6.9	6.8
EBITDA Margin	0.9	6.1	10.5	11.4	11.9
ROA	(1.5)	2.6	5.4	9.7	9.6
ROE	(3.8)	5.3	10.1	18.1	16.7
배당수익률	0.0	3.7	4.4	6.0	6.7
배당성향	NM	54.9	35.7	29.4	32.4
안정성					
순차입금(십억원)	8,051	3,407	924	(2,618)	(5,623)
차입금/자본총계비율(%)	70.8	48.5	36.5	25.3	8.8
Valuation(X)					
PER	NM	14.9	8.2	4.9	4.9
PBR	0.5	0.8	0.8	0.9	0.8
EV/EBITDA	28.1	5.6	3.8	3.0	2.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK이노베이션(096770)	2015.05.12	매수	150,000 원
	2015.06.16	매수	177,000 원
	2015.09.09	매수	135,000 원
	2015.10.24	매수	160,000 원
	2016.01.07	매수	210,000 원
	2016.03.24	매수	250,000 원
	2016.06.30	매수	230,000 원
	2017.01.11	매수	260,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 25일 현재 SK이노베이션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK이노베이션 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.