

SK이노베이션(096770)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 260,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/2)	2,546
주가(11/2)	204,500
시가총액(십억원)	18,909
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	210,000/146,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	50,332
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.0/41.4
주요주주(%)	SK 외 2인 33.4
국민연금	10.2

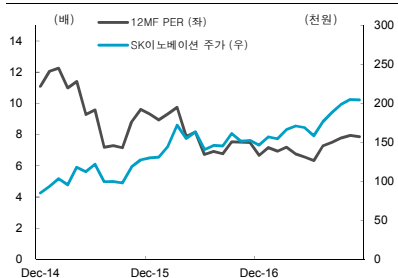
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	8.2	7.6	6.1
PBR(x)	0.8	1.1	1.0
ROE(%)	10.1	14.6	17.1
DY(%)	4.4	4.6	5.8
EV/EBITDA(x)	3.8	4.9	3.6
EPS(원)	17,934	26,949	33,612
BPS(원)	183,956	185,029	208,946

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.8	17.5	29.0
상대주가(%)	(3.6)	2.8	0.3

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

기대에 못 미친 3분기, 전망은 여전히 밝다

What's new: 일회성 요인으로 실적 부진

3분기 영업이익은 9,636억원으로 전분기 대비 129% 증가했다. 그러나 추정치와 컨센서스를 27%와 8% 하회했는데, 일회성 비용이 발생했고 재고평가이익의 일부만이 반영됐기 때문이다. 두 요인이 없었을 경우 영업이익은 1조 1,840억원(추정치 9% 하회)에 달했을 것으로 추정된다. 3분기 실적 부진을 반영해 2017년 영업이익 전망치를 13% 하향한다.

Positives: 일회성 제외한 정유부문 영업이익은 추정치 부합

정유부문 영업이익은 5,264억원으로 전분기 대비 대폭 개선됐다. 일회성 요인을 제외한 정상영업이익은 7,140억원(추정치 4% 하회)에 달했을 것이다. 정유부문에 반영된 총 일회성 비용은 1,080억원 가량으로 추정된다. 트레이딩 사업에서 300억원의 손실이 발생했고, 일회성 공통비 분담액 780억원이 반영된 것으로 보인다. 지방세, 임금협상 타결로 인한 급여차액 등을 비롯해 1,100억원의 공통비가 발생했는데, 이 중 71%(정유부문의 3분기 매출 비중)의 비용을 정유사업부가 부담한 것으로 가정했다. 재고평가이익도 1,800억원이 아닌 1,000억원만이 반영됐다. 3분기 재고평가의 기준유가는 배럴당 53.7달러다.

Negatives: 스프레드 대비 부진한 석유화학 실적

업스트림 제품 마진이 대폭 개선됐음에도 불구하고 3분기 화학부문 영업이익은 전분기 대비 2.2% 줄었다. 화학부문 실적 부진의 주요 원인은 일회성 비용 증가로 판단된다. 화학부문이 공통비의 19%를 분담했다고 가정할 때, 3분기 영업이익은 약 3,470억원(+4% QoQ)이었을 것으로 추정된다. 그러나 이는 여전히 우리 추정치를 20% 밑도는 수준으로, 전사 영업이익이 추정치를 하회하는데 주요인으로 작용했다. 3분기 spot 제품 스프레드 대비 아로마틱스 사업의 마진이 낮았던 것이 부진한 실적의 이유다.

결론: 향후 상승여력 충분

SK이노베이션에 대한 강세 전망을 유지한다. 이유는 크게 세가지다. 첫째, 기말 배당수익률은 4% 수준일 것이다. 둘째, 정유 수급이 이미 타이트한 가운데 겨울철 난방유 수요가 증가하면서 아시아 정제마진의 상승세가 시작될 것이다. 마지막으로, 내년 배럴당 8.8달러의 정제마진 가정 시 SK이노베이션의 내년 주당 적정가치는 374,153원(글로벌 피어 ROE-PBR분석 기준)에 달해 상승여력은 충분하다. 또한, 2020년 가동을 목표로 VRDS 투자를 결정했다는 점이 매우 긍정적이다. IMO의 황함량 규제가 강화되는 시점인 2020년에 맞춰 프로젝트가 완공돼 고유황 연료유(HSFO) 익스포저가 사라지기 때문이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	10,125	11,759	16.1	11,278	11.3	21.2	44,429	45,095
영업이익	1,310	964	(26.5)	1,050	128.8	132.3	3,368	3,306
영업이익률	12.9	8.2	(4.7)	9.3	4.2	3.9	7.6	7.3
세전이익	1,289	977	(24.2)	1,020	125.6	126.8	3,548	3,341
순이익	930	683	(26.6)	711	145.3	89.7	2,511	2,367

이도연

aniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜

chohye.jeong@truefriend.com

<표 1> SK이노베이션: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	9,458	10,280	9,703	10,079	11,387	10,561	11,759	10,722	39,521	44,429	43,018
영업이익	845	1,120	415	849	1,004	421	964	979	3,228	3,368	4,509
영업이익률 (%)	8.9	10.9	4.3	8.4	8.8	4.0	8.2	9.1	8.2	7.6	10.5
순이익	556	611	360	144	847	278	681	705	1,671	2,511	3,132
증가율 (% YoY)											
매출액	(21.5)	(20.9)	(22.0)	(7.2)	20.4	2.7	21.2	6.4	(18.3)	12.4	(3.2)
영업이익	163.0	13.3	14.0	177.0	18.9	(62.4)	132.3	15.3	63.1	4.3	33.9
순이익	89.9	7.0	136.5	NM	52.4	(54.5)	89.3	389.1	105.1	50.3	24.7
증가율 (% QoQ)											
매출액	(12.9)	8.7	(5.6)	3.9	13.0	(7.3)	11.3	(8.8)			
영업이익	175.6	32.5	(62.9)	104.7	18.3	(58.1)	128.8	1.6			
순이익	NM	10.0	(41.1)	(60.0)	488.0	(67.1)	144.7	3.4			
컨센서스 추정 영업이익							879			3,306	3,445
차이 (%)							11.5			1.9	30.9
KIS 추정 영업이익 변화 (%)							(13.1)			(12.8)	(0.5)

자료: 한국투자증권

<표 2> SK이노베이션: 부문별 실적 전망

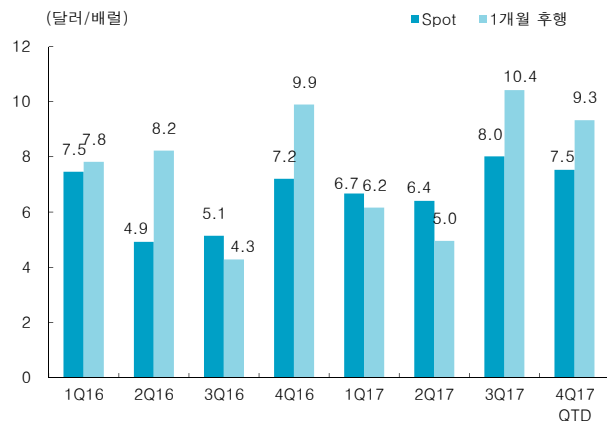
(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	9,458	10,280	9,703	10,079	11,387	10,561	11,759	10,722	39,521	44,429	43,018
정유	6,646	7,442	7,025	7,256	8,064	7,388	8,429	7,338	28,370	31,217	29,356
석유화학	1,968	1,945	1,834	1,939	2,333	2,164	2,292	2,417	7,687	9,206	9,764
운할유	622	653	599	661	729	757	750	696	2,536	2,932	2,816
E&P	222	240	245	222	262	252	289	272	928	1,075	1,083
영업이익	845	1,120	415	849	1,004	421	964	979	3,228	3,368	4,509
정유	490.5	705	92	652	454	12	526	598	1,939	1,591	2,687
석유화학	224	303	215	176	455	334	326	301	919	1,415	1,362
운할유	132	133	117	86	95	120	144	113	468	472	481
E&P	(2)	(21)	(9)	(65)	1	(45)	(33)	(33)	(98)	(110)	(21)
영업이익률 (%)	8.9	10.9	4.3	8.4	8.8	4.0	8.2	9.1	8.2	7.6	10.5
정유	7.4	9.5	1.3	9.0	5.6	0.2	6.2	8.2	6.8	5.1	9.2
석유화학	11.4	15.6	11.7	9.1	19.5	15.4	14.2	12.5	12.0	15.4	14.0
운할유	21.2	20.3	19.5	13.0	13.0	15.9	19.2	16.3	18.5	16.1	17.1
E&P	(1.0)	(8.9)	(3.9)	(29.3)	0.3	(17.9)	(11.4)	(12.1)	(10.5)	(10.3)	(2.0)

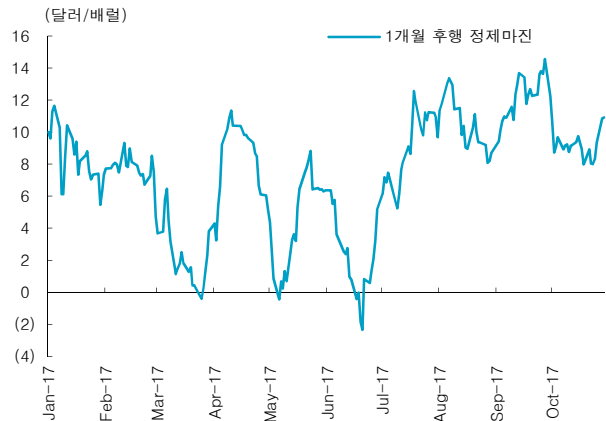
자료: 한국투자증권

[그림 1] 분기별 정제마진: Spot vs. 1개월 후행

[그림 2] 1개월 후행 정제마진 추이

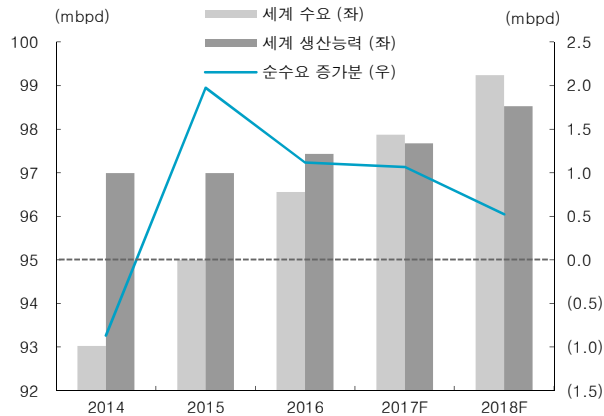


자료: 페트로넷, 한국투자증권



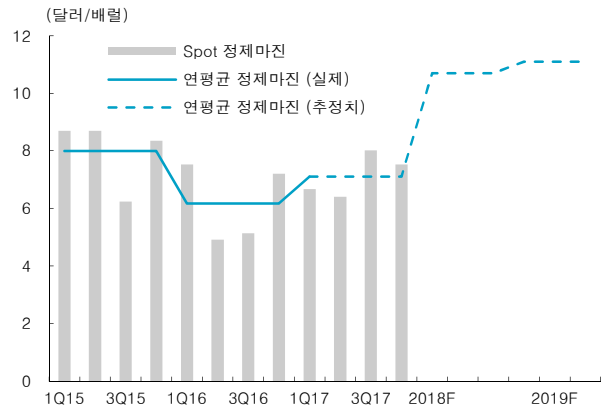
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 3] 세계 정유 수입 전망



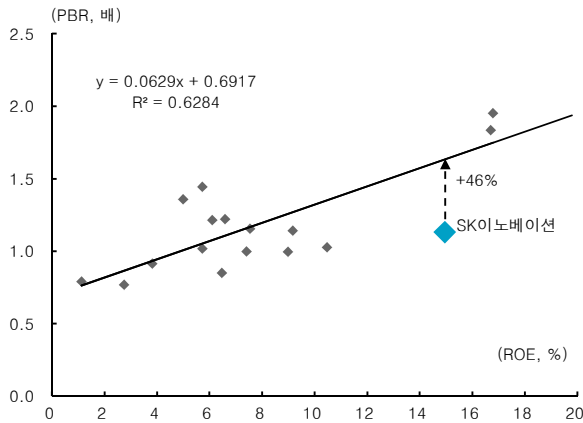
자료: 한국투자증권

[그림 4] 정제마진 구조적 강세 전망



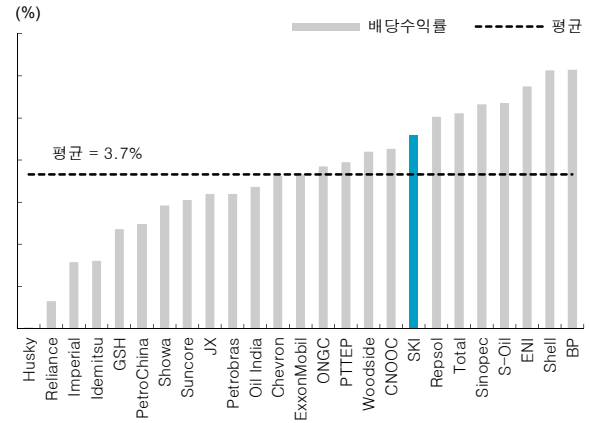
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 5] Global peers: ROE - PBR 분석 (2017F)



자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 6] Global peers: 배당수익률 비교 (2017F)



자료: 블룸버그, 한국투자증권

<표 3> 동종업체 밸류에이션

국내	시가총액 (백만달러)	PE (x)			EPS Growth (%)			PB (x)			ROE (%)			배당수익률(%)		
		2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F
SK이노베이션	17,267	8.2	7.7	6.2	105.1	50.3	24.7	0.8	1.1	1.0	10.1	14.6	17.1	4.4	4.6	5.8
S-Oil	13,070	8.2	12.2	8.7	90.9	2.7	41.1	1.5	2.2	2.0	20.5	18.7	24.0	7.3	5.4	7.6
GS	5,552	6.4	5.5	4.8	63.7	44.2	14.9	0.7	0.8	0.7	12.1	15.6	15.6	3.0	2.4	2.4
평균		7.6	8.5	6.5	86.6	32.4	26.9	1.0	1.4	1.2	14.2	16.3	18.9	4.9	4.1	5.2
해외																
Exxon Mobil	355,366	38.2	23.8	21.1	(51.2)	87.6	12.6	2.2	2.0	2.0	4.6	8.7	9.4	3.6	3.6	3.8
Petrochina	219,380	129.3	28.9	20.6	(78.9)	275.0	40.0	0.8	0.7	0.6	0.7	2.4	3.0	2.5	2.7	2.5
BP	134,952	1,031.3	23.6	17.9	NM	4637.7	31.5	1.3	1.4	1.4	0.1	5.7	8.0	6.1	5.9	5.9
Sinopec	107,117	12.8	11.2	11.1	43.1	12.7	1.2	0.8	0.8	0.8	6.7	7.3	7.5	5.5	5.2	5.5
Petrobras	68,945	NA	15.4	10.9	NM	NM	42.0	0.8	0.7	0.7	(5.9)	4.6	5.9	NA	3.1	2.9
CNOOC	60,669	868.1	13.5	11.9	(97.8)	6560.0	13.7	1.0	1.0	1.0	0.2	7.5	7.9	4.1	4.2	4.4
Reliance	95,947	10.4	20.0	18.0	26.0	(5.6)	11.1	1.3	2.2	2.0	13.2	11.2	9.8	NA	0.6	0.8
ONGC	37,962	21.3	11.7	10.5	(53.2)	143.6	11.7	0.9	1.2	1.1	6.8	10.5	10.7	3.2	3.6	3.7
Repsol	28,685	13.8	11.5	11.7	NM	21.5	(2.1)	0.6	0.8	0.8	5.8	6.7	6.4	0.0	0.0	5.0
PTTEP	10,271	37.9	12.6	12.0	NM	146.6	5.1	1.0	0.8	0.8	2.9	6.0	7.0	4.7	3.9	3.9
Thai Oil	6,078	6.9	10.1	10.8	74.2	(5.8)	(6.6)	1.4	1.7	1.6	21.3	17.7	15.4	4.6	4.5	4.2
Tonen	18,095	NA	10.2	9.5	NM	NM	8.0	0.7	0.9	0.9	(15.5)	10.3	10.2	2.8	2.7	3.1
IRPC	3,946	10.0	13.2	10.7	4.3	1.0	23.1	1.2	1.5	1.4	12.4	12.1	13.8	3.6	3.5	4.4
평균		198.2	15.8	13.6	(16.7)	1079.5	14.7	1.1	1.2	1.2	4.1	8.5	8.8	3.7	3.3	3.8

자료: Bloomberg, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	12,842	14,988	15,307	12,974	14,191
현금성자산	3,020	2,644	3,506	1,377	2,617
매출채권및기타채권	4,030	4,404	3,853	3,815	3,839
재고자산	3,560	4,445	4,559	4,399	4,347
비유동자산	18,518	17,594	17,754	18,903	20,054
투자자산	2,678	2,567	2,597	2,597	2,597
유형자산	13,914	13,603	13,664	14,827	15,990
무형자산	1,663	1,272	1,247	1,234	1,221
자산총계	31,360	32,581	33,061	31,877	34,244
유동부채	7,494	8,737	7,617	7,208	7,144
매입채무및기타채무	5,019	6,473	5,824	5,620	5,553
단기차입금및단기사채	389	22	25	75	125
유동성장기부채	1,655	1,678	1,280	1,030	980
비유동부채	6,819	5,540	5,422	2,282	1,972
사채	5,465	4,123	3,379	339	79
장기차입금및금융부채	670	749	1,257	1,157	1,107
부채총계	14,313	14,276	13,039	9,490	9,116
지배주주지분	15,890	17,103	17,204	19,445	22,039
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,884	5,884	5,884	5,884
기타자본	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	9,450	10,671	10,771	13,013	15,607
비지배주주지분	1,157	1,202	2,818	2,943	3,090
자본총계	17,046	18,305	20,022	22,388	25,129

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	4,086	3,678	4,672	4,146	4,740
당기순이익	868	1,721	2,579	3,256	3,861
유형자산감가상각비	803	799	775	801	801
무형자산상각비	148	115	102	102	101
자산부채변동	1,560	268	(200)	1	(31)
기타	707	775	1,416	(14)	8
투자활동현금흐름	(1,345)	(2,056)	(702)	(1,920)	(1,922)
유형자산투자	(449)	(607)	(835)	(1,963)	(1,963)
유형자산매각	100	40	0	0	0
투자자산순증	(764)	(1,434)	129	139	139
무형자산순증	(244)	(55)	(77)	(89)	(89)
기타	12	0	81	(7)	(9)
재무활동현금흐름	(2,768)	(2,019)	(3,109)	(4,355)	(1,577)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(2,768)	(1,569)	(630)	(3,340)	(310)
배당금지급	0	(451)	(596)	(886)	(1,114)
기타	0	1	(1,883)	(129)	(153)
기타현금흐름	109	21	0	0	0
현금의증가	81	(375)	862	(2,129)	1,240

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

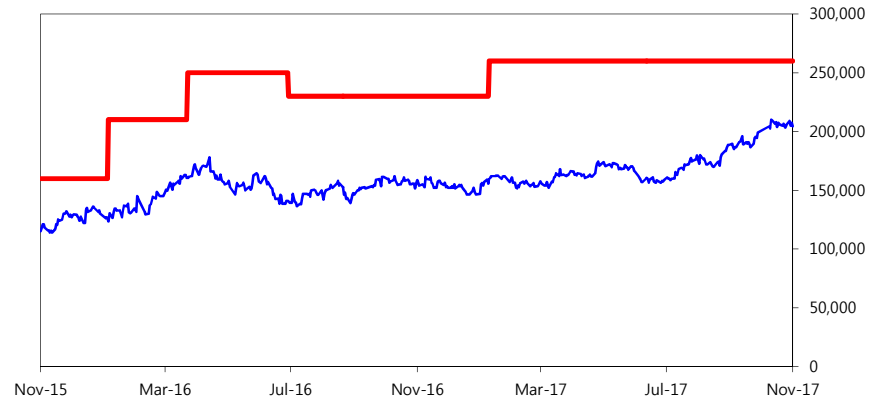
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	48,356	39,521	44,429	43,018	42,611
매출원가	44,197	34,562	39,248	36,655	35,497
매출총이익	4,159	4,959	5,181	6,364	7,114
판매관리비	2,180	1,730	1,813	1,855	1,866
영업이익	1,980	3,228	3,368	4,509	5,248
금융수익	2,251	1,792	1,967	861	777
이자수익	56	86	87	65	48
금융비용	2,571	2,082	1,733	692	541
이자비용	268	253	204	123	56
기타영업외손익	(262)	(391)	(214)	(475)	(475)
관계기업관련손익	257	(124)	159	139	139
세전계속사업이익	1,654	2,423	3,548	4,342	5,148
법인세비용	657	702	957	1,085	1,287
연결당기순이익	868	1,721	2,579	3,256	3,861
지배주주지분순이익	815	1,671	2,511	3,132	3,714
기타포괄이익	86	(10)	0	0	0
총포괄이익	954	1,711	2,579	3,256	3,861
지배주주지분포괄이익	898	1,661	2,512	3,132	3,714
EBITDA	2,931	4,143	4,246	5,412	6,150

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	8,744	17,934	26,949	33,612	39,852
BPS	171,008	183,956	185,029	208,946	236,624
DPS	4,800	6,400	9,506	11,951	14,194
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(26.6)	(18.3)	12.4	(3.2)	(0.9)
영업이익증가율	NM	63.1	4.3	33.9	16.4
순이익증가율	NM	105.1	50.3	24.7	18.6
EPS증가율	NM	105.1	50.3	24.7	18.6
EBITDA증가율	386.8	41.3	2.5	27.5	13.6
수익성(%)					
영업이익률	4.1	8.2	7.6	10.5	12.3
순이익률	1.7	4.2	5.7	7.3	8.7
EBITDA Margin	6.1	10.5	9.6	12.6	14.4
ROA	2.6	5.4	7.9	10.0	11.7
ROE	5.3	10.1	14.6	17.1	17.9
배당수익률	3.7	4.4	4.6	5.8	6.9
배당성향	54.9	35.7	35.3	35.6	35.6
안정성					
순차입금(십억원)	3,407	924	(1,173)	(2,390)	(3,950)
차입금/자본총계비율(%)	48.5	36.5	26.4	8.7	6.5
Valuation(X)					
PER	14.9	8.2	7.6	6.1	5.1
PBR	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.6	3.8	4.9	3.6	2.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
SK이노베이션(096770)	2015.10.24	매수	160,000원	-22.1	-15.0
	2016.01.07	매수	210,000원	-32.1	-22.4
	2016.03.24	매수	250,000원	-37.2	-28.8
	2016.06.30	매수	230,000원	-33.9	-29.6
	2017.01.11	매수	260,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 2일 현재 SK이노베이션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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 높이 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.