

SK이노베이션(096770)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 260,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/3)	2,073
주가(2/3)	156,500
시가총액(십억원)	14,471
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	178,000/129,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	40,084
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.0/40.2
주요주주(%)	SK 외 2 인 33.4
	국민연금 10.0

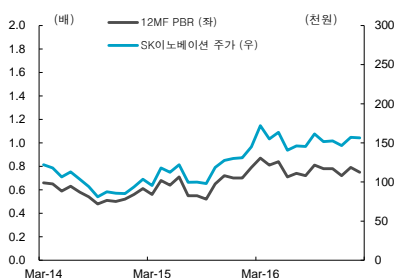
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	14.9	8.2	4.7
PBR(x)	0.8	0.9	0.8
ROE(%)	5.3	10.6	18.5
DY(%)	3.7	4.4	6.5
EV/EBITDA(x)	5.6	4.0	2.9
EPS(원)	8,744	17,924	33,591
BPS(원)	171,008	183,419	210,371

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.0	10.2	19.0
상대주가(%p)	(0.5)	6.3	9.4

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

EPS와 DPS의 동반 성장 전망

What's new: 연말 대규모 일회성 비용 반영으로 어닝쇼크

SK이노베이션의 4분기 실적은 어닝쇼크였다. Top line과 bottom line 모두에서 일회성비용을 인식했기 때문이다. 4분기 영업이익은 전분기 대비 105% 증가했으나, 2,750억원 이상의 일회성비용을 반영하며 추정치를 22% 하회했다. 1) 재고자산 비용처리와 성과급 지급 등으로 1,000억원 이상이 반영됐고, 2) No.2 RFCC 설비와 인천석유 설비의 정기보수로 1,250억원 가량의 기회손실이 발생했으며, 3) NCC 정기보수로 600억원의 기회손실이 발생했다. 4분기 순이익 또한 전분기 대비 60% 감소하며 추정치를 하회했다. 영업외단에서 약 5,000억원(E&P 자산 손상차손 3,141억원과 환손실)의 일회성 손실이 발생했고, 법인세율 또한 55%(기존 25% 추정)로 높게 적용됐기 때문이다. 1) 지난 해 4분기 대규모 일회성비용에도 불구하고 EPS는 105% 성장했고, 2) 지난 12월 신임 CEO 임명과 함께 경영진이 교체됨에 따라 연말에 대규모 비용을 인식한 것으로 보인다.

Positives: 2016년 실적 턴어라운드로 DPS 33% 증가

4분기 실적에서 긍정적인 면은 1) 2016년 DPS가 예상외로 높았던 것과 2) 정유 부문의 실적 턴어라운드다. 2016년 DPS는 전년대비 33% 증가했고, 배당성향은 35%다. SK그룹에서 계열사들의 배당성향을 30%로 높이겠다는 가이드를 제시했고, 과거 2년간 30% SK이노베이션의 배당성향이 30% 이상으로 유지되어 왔다는 점을 볼 때, 향후에도 동사는 그룹 차원의 배당 가이드라인을 준수할 것으로 예상된다. 2017년 배당수익률은 6.5%에 달할 전망이다. 또한, 4분기 정유부문 실적은 전분기 대비 609% 개선됐는데, 정기보수 비용과 연말 일회성비용 인식으로 추정치를 15% 가량 밑돌았다. No.2 RFCC 가동률은 3분기 100%에서 4분기 58%로 하락했고, 인천석유 가동률 또한 3분기 67%에서 4분기 58%로 하락했다. 재고평가이익 1,700억원을 포함한 주요 일회성 요인들을 모두 제외한 4분기 정유부문의 영업이익은 6,000억원 이상이었을 것으로 추정된다.

Negatives: 대규모 일회성 비용

석유화학, 윤활기유 사업의 4분기 영업이익은 추정치를 각각 25%, 15% 하회했다. 정기보수 영향과 연말 일회성비용 반영 때문이다. 또한, 세계 정세불안과 낮은 유가로 인해 미국, 리비아, 페루 등의 유전에서 3,141억원의 자산손상차손을 인식했다.

결론: 주가는 저평가 상태. 높은 배당수익률 바탕으로 안정적 성장 전망

SK이노베이션에 대해 매수 의견과 목표주가 260,000원을 유지한다. 1) 2017년 EPS는 기저효과와 정유/석유화학 부문의 마진 개선으로 87% 성장할 전망이다이며, 2) 2017년 ROE가 18%에 달할 것으로 보이는 가운데, 현 주가는 PBR 0.8배 수준에 불과할 뿐만 아니라 고배당 정책도 더해져 매력적이다. (단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	9,649	10,079	4.5	10,844	3.9	(7.3)	46,150	48,057
영업이익	1,093	849	(22.3)	863	104.7	208.0	4,354	2,929
영업이익률	11.3	8.4	(2.9)	8.0	4.2	5.9	9.4	6.1
세전이익	1,025	352	(65.7)	760	(18.4)	NM	4,333	2,684
순이익	739	144	(80.5)	554	(59.9)	NM	3,126	2,002

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	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016P	2017F
매출액	9,458	10,280	9,703	10,079	10,771	11,250	11,855	12,273	39,521	46,150
영업이익	845	1,120	415	849	882	1,087	1,106	1,279	3,229	4,354
영업이익률 (%)	8.9	10.9	4.3	8.4	8.2	9.7	9.3	10.4	8.2	9.4
순이익	556	611	360	143	619	769	799	939	1,670	3,126
증가율 (% YoY)										
매출액	(21.5)	(20.9)	(22.0)	(7.2)	13.9	9.4	22.2	21.8	(18.3)	16.8
영업이익	163.0	13.3	14.0	177.1	4.4	(2.9)	166.6	50.5	63.1	34.9
순이익	89.9	7.0	136.5	NM	11.3	25.8	121.9	555.9	105.0	87.1
증가율 (% QoQ)										
매출액	(12.9)	8.7	(5.6)	3.9	6.9	4.4	5.4	3.5		
영업이익	175.6	32.5	(62.9)	104.7	3.9	23.2	1.7	15.6		
순이익	NM	10.0	(41.1)	(60.2)	332.5	24.3	3.9	17.5		
컨센서스 추정 영업이익 차이 (%)					806	809	766	841		2,929
					9.5	34.4	44.4	52.1		48.6

자료: 블룸버그, 한국투자증권

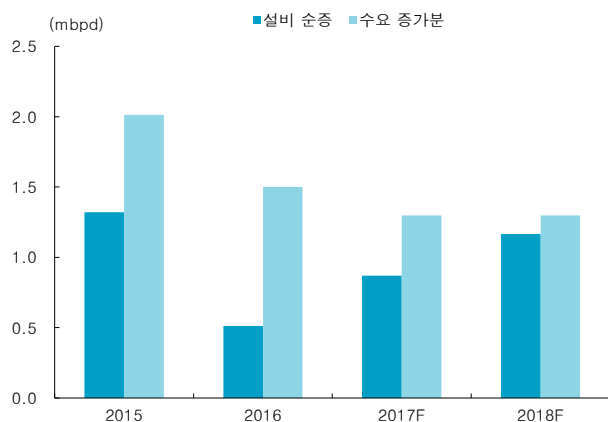
<표 2> SK이노베이션: 부문별 실적

(단위: 십억원)

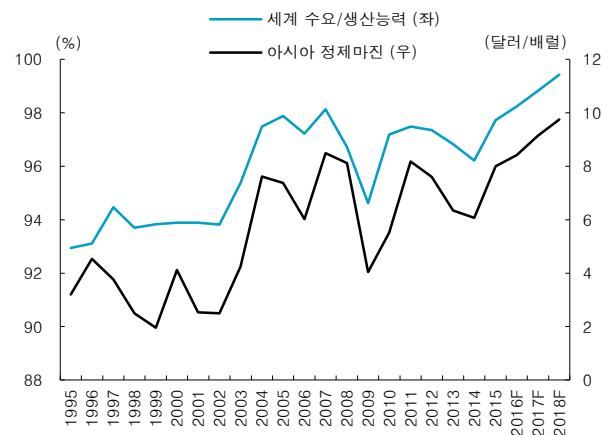
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016P	2017F
매출액	9,458	10,280	9,703	10,079	10,771	11,250	11,855	12,273	39,521	46,150
정유	6,646	7,442	7,025	7,256	7,924	8,145	8,484	8,896	28,370	33,449
석유화학	1,968	1,945	1,834	1,940	1,916	2,151	2,381	2,342	7,687	8,790
운환기유	622	653	599	661	677	697	725	759	2,536	2,857
E&P	222	240	245	222	255	257	265	277	928	1,054
영업이익	845	1,120	415	849	882	1,087	1,106	1,279	3,229	4,354
정유	490.5	705	92	652	546	691	663	861	1,939	2,760
석유화학	224	303	215	176	238	288	331	308	919	1,164
운환기유	132	133	117	86	102	112	115	112	469	442
E&P	(2)	(21)	(9)	(65)	(4)	(3)	(3)	(2)	(98)	(12)
영업이익률 (%)	8.9	10.9	4.3	8.4	8.2	9.7	9.3	10.4	8.2	9.4
정유	7.4	9.5	1.3	9.0	6.9	8.5	7.8	9.7	6.8	8.3
석유화학	11.4	15.6	11.7	9.1	12.4	13.4	13.9	13.1	12.0	13.2
운환기유	21.2	20.3	19.5	13.1	15.1	16.1	15.9	14.8	18.5	15.5
E&P	(1.0)	(8.9)	(3.9)	(29.3)	(1.4)	(1.3)	(1.1)	(0.7)	(10.5)	(1.1)

자료: 한국투자증권

[그림 1] 세계 설비 증설 vs. 수요 증가

주: 설비 순증 및 수요 증가분 수치는 SK이노베이션 IR 자료 기준
자료: SK이노베이션, 한국투자증권

[그림 2] 세계 수요/생산능력 vs. 아시아 정제마진

주: 수요를 정제설비 생산능력으로 나눈 수치를 유류 생산능력 지표로 사용
자료: 페트로넷, 산업자료, 한국투자증권

<표 3> IEA 세계 원유 수요 전망 (2017년 1월 OMR 기준)

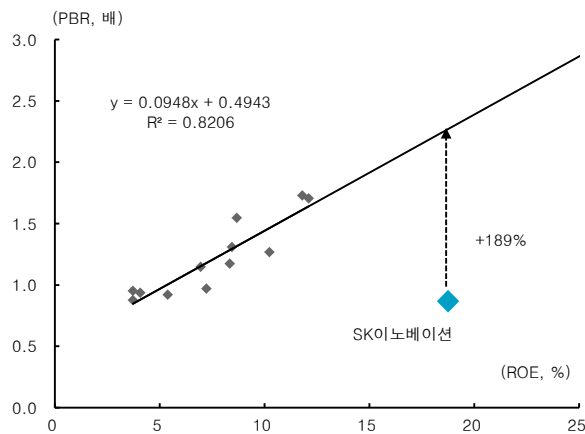
(단위: mbpd)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2015	2016	2017
아프리카	4.2	4.2	4.1	4.2	4.3	4.3	4.2	4.4	4.1	4.2	4.3
미 대륙	31.0	31.1	31.8	31.0	30.9	31.1	31.6	31.3	31.4	31.2	31.2
아시아/태평양	33.3	32.8	32.3	33.9	34.3	33.5	33.4	34.6	32.1	33.1	34.0
유럽	14.3	14.6	15.1	14.6	14.5	14.8	15.1	14.5	14.4	14.7	14.7
러시아 연방	4.7	4.6	5.0	5.0	4.7	4.8	5.1	5.0	4.6	4.8	4.9
중동	8.0	8.5	8.9	8.4	8.2	8.6	9.0	8.6	8.4	8.5	8.6
세계	95.4	95.9	97.2	97.3	96.9	97.2	98.4	98.5	95.0	96.5	97.8
연간 변화율 (%)	1.7	1.6	1.3	1.7	1.5	1.3	1.3	1.2	2.1	1.6	1.3
연간 변화량	1.6	1.5	1.2	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2	2.0	1.5	1.3
지난 OMR 대비 수정치	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1

주: OMR은 IEA 발간 Oil Market Report 의미

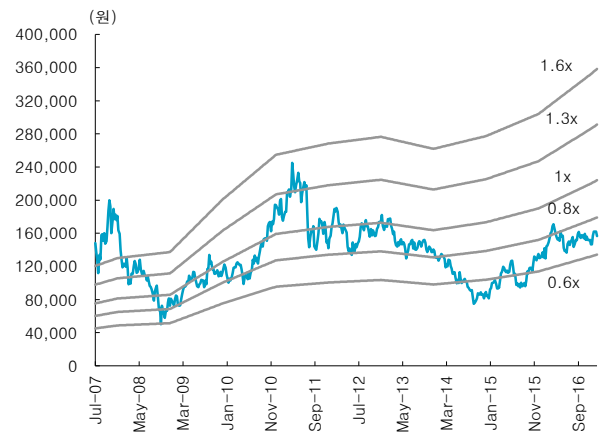
자료: IEA, 한국투자증권

[그림 3] Global peers: ROE - PBR 분석 (2017F)



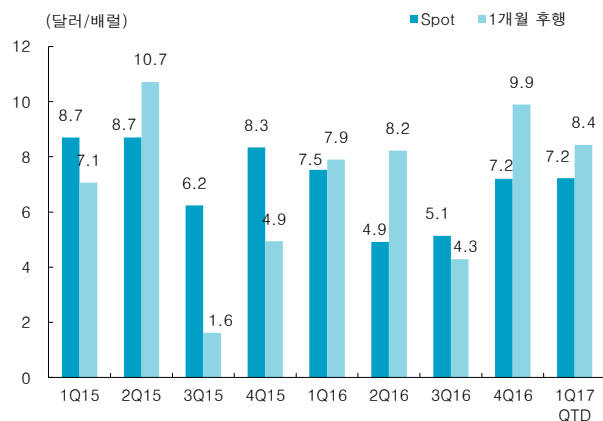
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 4] SK이노베이션: PBR 밴드



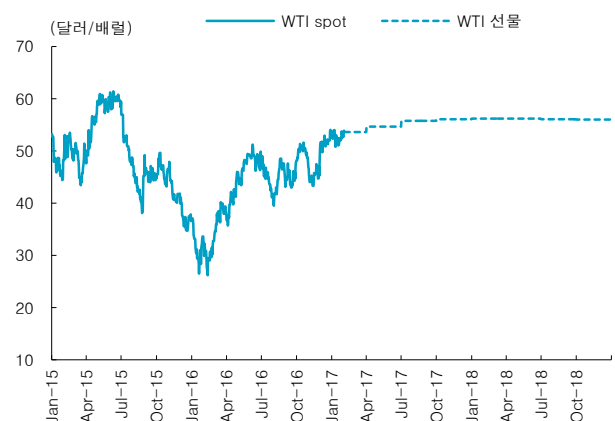
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 5] 분기별 정제마진: Spot vs. 1개월 후행



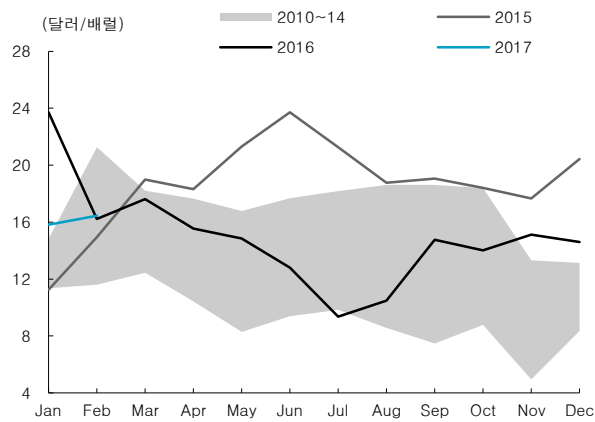
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 6] WTI spot 및 선물 가격



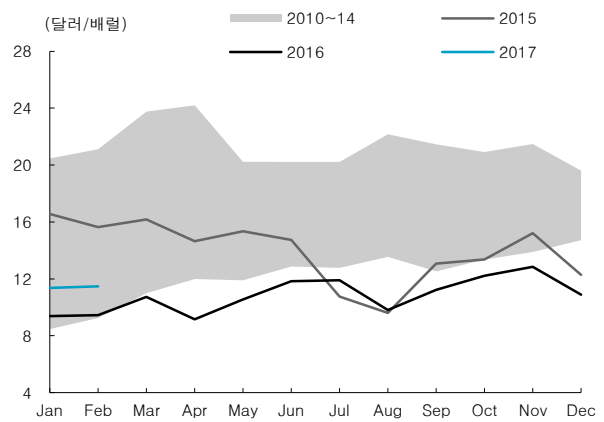
자료: 페트로넷, 블룸버그, 한국투자증권

[그림 7] 가솔린 spot 스프레드



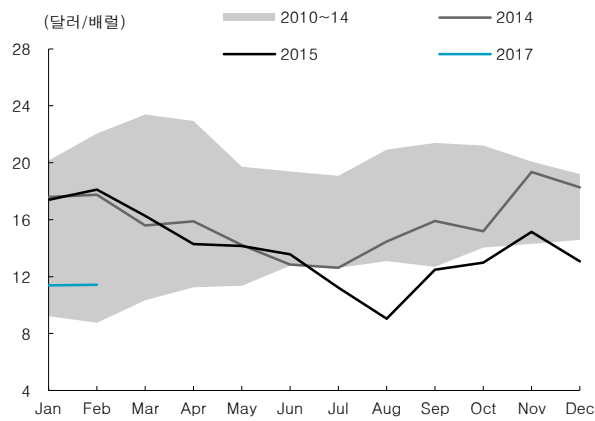
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 8] 디젤 spot 스프레드



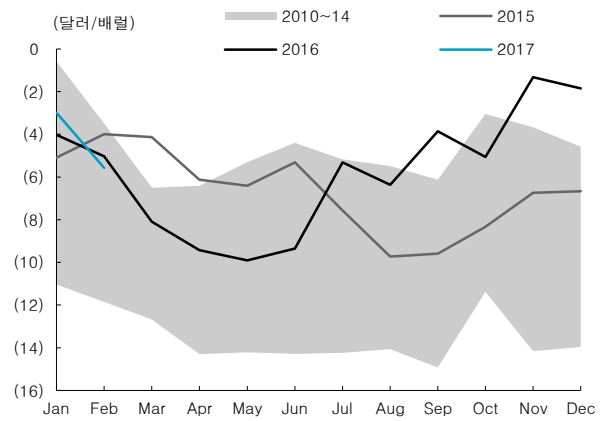
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 9] 등유 spot 스프레드



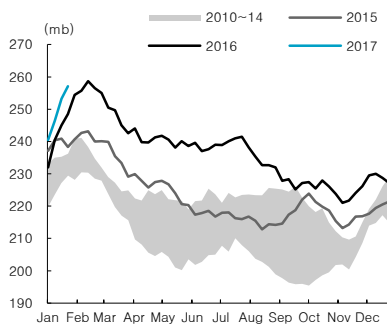
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 10] Bunker-C spot 스프레드



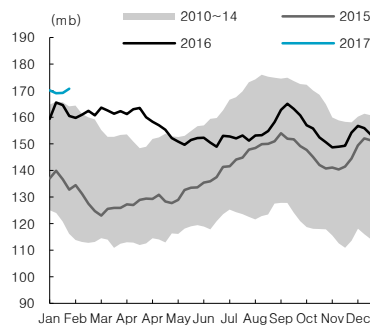
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 11] 미국: 가솔린 재고



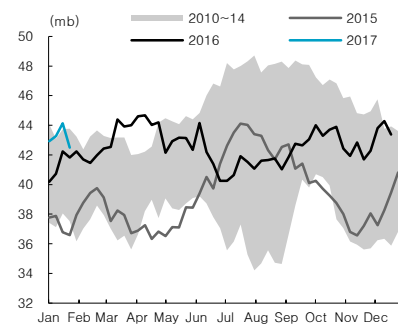
자료: EIA, 한국투자증권

[그림 12] 미국: Distillate fuel oil 재고



자료: EIA, 한국투자증권

[그림 13] 미국: kerosene-type jet fuel 재고



자료: EIA, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	14,888	12,842	14,124	17,843	18,807
현금성자산	2,939	3,020	3,368	5,440	6,543
매출채권및기타채권	5,622	4,030	3,560	4,334	4,290
재고자산	5,219	3,560	3,863	4,607	4,521
비유동자산	20,213	18,518	17,964	18,318	18,660
투자자산	2,663	2,678	2,599	2,599	2,599
유형자산	15,126	13,914	13,672	14,098	14,509
무형자산	1,944	1,663	1,373	1,301	1,233
자산총계	35,101	31,360	32,089	36,161	37,467
유동부채	11,403	7,494	7,517	8,300	7,972
매입채무및기타채무	6,680	5,019	5,504	6,565	6,442
단기차입금및단기사채	3,024	389	30	30	30
유동성장기부채	1,137	1,655	1,540	1,180	980
비유동부채	7,637	6,819	6,498	7,137	6,097
사채	6,086	5,465	4,070	4,710	3,670
장기차입금및금융부채	761	670	1,307	1,307	1,307
부채총계	19,040	14,313	14,014	15,437	14,069
지배주주지분	15,000	15,890	15,652	18,178	20,714
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	9,212	11,738	14,274
비지배주주지분	1,061	1,157	2,422	2,546	2,684
자본총계	16,061	17,046	18,074	20,724	23,398

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	927	4,086	4,590	3,657	4,476
당기순이익	(537)	868	1,720	3,250	3,624
유형자산감가상각비	700	803	804	812	829
무형자산상각비	85	148	101	92	87
자산부채변동	807	1,560	762	(432)	(13)
기타	(128)	707	1,203	(65)	(51)
투자활동현금흐름	(2,569)	(1,345)	(1,050)	(1,142)	(1,045)
유형자산투자	(1,635)	(449)	(562)	(1,239)	(1,239)
유형자산매각	81	100	0	0	0
투자자산순증	(353)	(764)	157	189	189
무형자산순증	(665)	(244)	189	(20)	(20)
기타	3	12	(834)	(72)	25
재무활동현금흐름	1,710	(2,768)	(3,191)	(444)	(2,328)
자본의증가	27	0	0	0	0
차입금의순증	1,975	(2,768)	(1,233)	280	(1,240)
배당금지급	(300)	0	(447)	(596)	(945)
기타	8	0	(1,511)	(128)	(143)
기타현금흐름	22	109	0	0	0
현금의증가	90	81	348	2,072	1,103

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

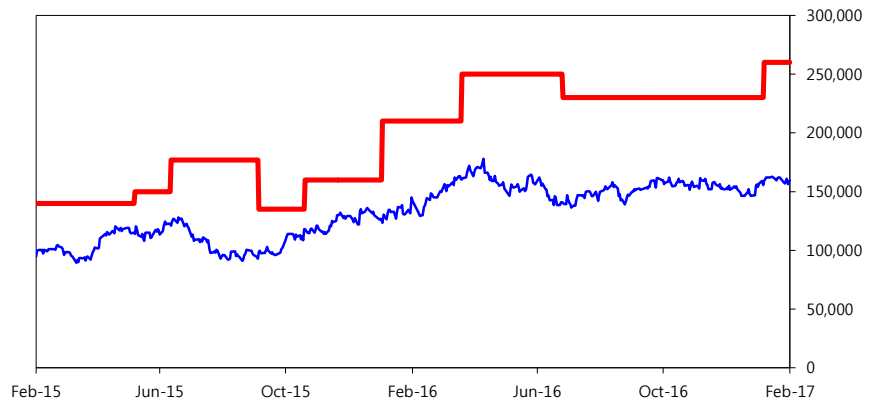
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	65,861	48,356	39,521	46,150	48,217
매출원가	64,244	44,197	34,658	39,954	41,306
매출총이익	1,616	4,159	4,863	6,196	6,911
판매관리비	1,799	2,180	1,634	1,841	1,925
영업이익	(183)	1,980	3,229	4,354	4,987
금융수익	2,617	2,251	1,974	1,025	892
이자수익	59	56	88	98	147
금융비용	2,966	2,571	2,423	1,191	1,152
이자비용	243	268	256	224	226
기타영업외손익	(36)	(262)	(436)	(44)	(84)
관계기업관련손익	131	257	78	189	189
세전계속사업이익	(437)	1,654	2,421	4,333	4,832
법인세비용	(4)	657	700	1,083	1,208
연결당기순이익	(537)	868	1,720	3,250	3,624
지배주주지분순이익	(589)	815	1,670	3,126	3,486
기타포괄이익	89	86	0	0	0
총포괄이익	(448)	954	1,720	3,250	3,624
지배주주지분포괄이익	(541)	898	1,670	3,126	3,486
EBITDA	602	2,931	4,134	5,259	5,903

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	(6,404)	8,744	17,924	33,591	37,476
BPS	161,517	171,008	183,419	210,371	237,435
DPS	0	4,800	6,400	10,186	11,394
성장성(% YoY)					
매출증가율	(0.3)	(26.6)	(18.3)	16.8	4.5
영업이익증가율	NM	NM	63.1	34.9	14.5
순이익증가율	NM	NM	105.0	87.1	11.5
EPS증가율	NM	NM	105.0	87.4	11.6
EBITDA증가율	(71.0)	386.8	41.0	27.2	12.2
수익성(%)					
영업이익률	(0.3)	4.1	8.2	9.4	10.3
순이익률	(0.9)	1.7	4.2	6.8	7.2
EBITDA Margin	0.9	6.1	10.5	11.4	12.2
ROA	(1.5)	2.6	5.4	9.5	9.8
ROE	(3.8)	5.3	10.6	18.5	17.9
배당수익률	-	3.7	4.4	6.5	7.3
배당성향	NM	54.9	35.7	30.2	30.3
안정성					
순차입금(십억원)	8,051	3,407	651	(1,829)	(4,147)
차입금/자본총계비율(%)	70.8	48.5	38.9	32.3	23.3
Valuation(X)					
PER	NM	14.9	8.2	4.7	4.2
PBR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	28.1	5.6	4.0	2.9	2.2

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 2월 5일 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.