

SK이노베이션(096770)

매수(유지)

목표주가: 260,000원(유지)

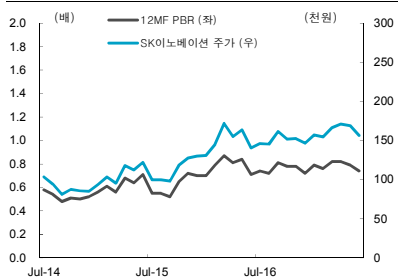
Stock Data

KOSPI(6/15)	2,362
주가(6/15)	156,500
시가총액(십억원)	14,471
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	174,500/136,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	41,755
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.0/41.5
주요주주(%)	SK 외 2인 33.4
	국민연금 10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.0)	1.3	7.2
상대주가(%p)	(12.1)	(14.7)	(12.8)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

지나친 우려

주주가치 가치 제고에 한걸음 더 나아가다

6월 15일, SK이노베이션은 중간배당을 받을 권리주주 확정을 위해 7월 1일부터 주주명부를 폐쇄한다고 공시했다. 사상 처음으로 중간배당을 검토하는 것이다. 중간배당 실시여부와 배당규모는 2분기 실적 공시 후 이사회를 통해 최종 결정된다. 확정된 바는 없으나, 회사가 배당성향 확대를 통해 주주가치 제고에 나서고 있는 것으로 해석된다. 기존 전망과 같이 올해 배당성향은 충분히 30%에 달할 것으로 보이며, 그 이상 확대될 가능성도 있다. 실제로 SK그룹은 자회사들의 배당성향을 30% 이상으로 확대하도록 제시하고 있어 그룹 정책과도 일맥상통한다. 배당성향 30% 가정 시, 올해 연간 배당금은 주당 9,527원에 이를 것이다. 현 주가 기준 올해 배당수익률은 6.1%로, global peer 가운데 높은 배당이 예상된다.

시장의 우려로 주가는 부진

금일 SK이노베이션 주가는 긍정적 공시에도 불구하고, 유가하락 우려와 2분기 실적 하향 가능성이 부각되며 하락 마감했다. 물론 WTI 유가의 추가 하락 가능성도 배제할 수는 없다. 미국 정유설비들의 가동률이 이미 사상 최대 수준이라, 여름철 수요성수기 진입에도 불구하고 미국 내 추가적인 원유 수요 증가를 기대하기 어려운 상황이다. 반면, 미국 내 원유 생산 증가는 원유 재고 소진을 더디게 만들고 있으며, 원유 수출이나 수입의 적절한 조정이 이뤄지지 않을 경우 재고가 더 늘어날 가능성도 완전히 배제할 수는 없다.

주가는 바닥, 저가 매수 타이밍

2분기 실적 감소에 대한 우려에도 불구하고 SK이노베이션을 비롯한 국내 정유주들의 주가는 바닥수준으로, 현 시점에서 매수를 추천한다. 우선, 현재 WTI 유가의 하락 속도를 볼 때 미국 원유재고가 증가하더라도 유가 하락은 6월내에 일단락될 가능성이 크다. 둘째로, WTI 가격이 안정화되고 나면 펀더멘털은 더욱 개선될 것이다. 유가가 낮아져 수요가 늘어날 것이고, 현재의 원유 공급과잉은 결국 정유사들의 원재료 비용 절감으로 이어지기 때문이다. 특히, 아시아 정제마진은 지속되는 유가하락으로 개선된 수급구조 대비 위축된 상황이다. 원유가격 안정 시 마진은 보다 빠르게 상승할 것이다. SK이노베이션에 대한 매수 의견을 유지하며, 현재 유가하락에 대한 공포를 매수기회로 활용해야 한다. 최근 SK이노베이션 주가 하락에 대한 우려가 지나친 상황이다. SK이노베이션은 1) 현재 ROE-PBR 분석 기준 global peer 대비 50% 디스카운트되어 거래되고 있다. 2) 배당수익률은 6% 이상이며, 3) 하반기 순이익은 기저효과로 전년동기대비 224% 늘어날 것이다.

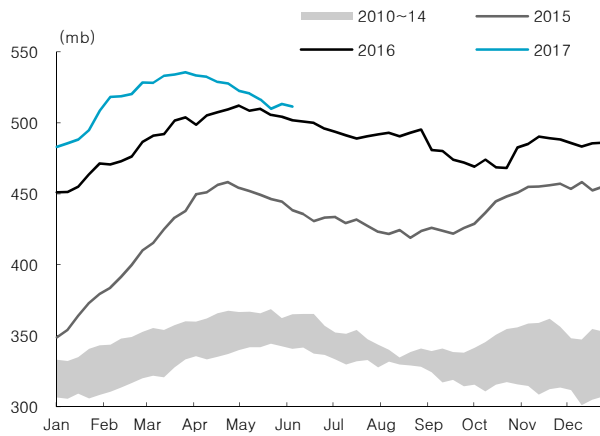
이도연 3276-6162
daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜 3276-6233
chohye.jeong@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	48,356	1,980	815	8,744	NM	2,931	14.9	5.6	0.8	5.3	3.7
2016A	39,521	3,228	1,671	17,934	105.1	4,143	8.2	3.8	0.8	10.1	4.4
2017F	40,156	4,122	2,936	31,552	75.9	4,965	5.0	2.9	0.8	16.7	6.1
2018F	39,996	4,751	3,269	35,130	11.3	5,605	4.5	2.2	0.7	16.9	6.8
2019F	40,207	5,515	3,878	41,697	18.7	6,365	3.8	1.5	0.6	17.7	8.0

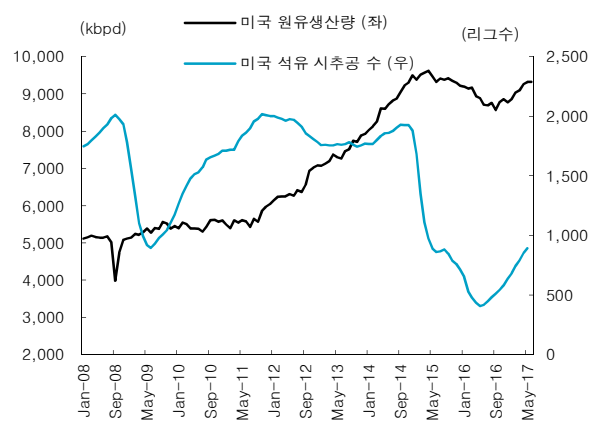
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

[그림 1] 미국 원유 재고



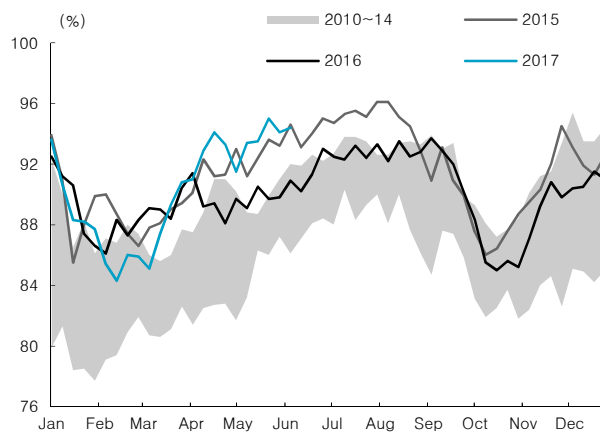
자료: EIA, 한국투자증권

[그림 2] 미국 원유 생산량 vs. 원유 시추 리그수



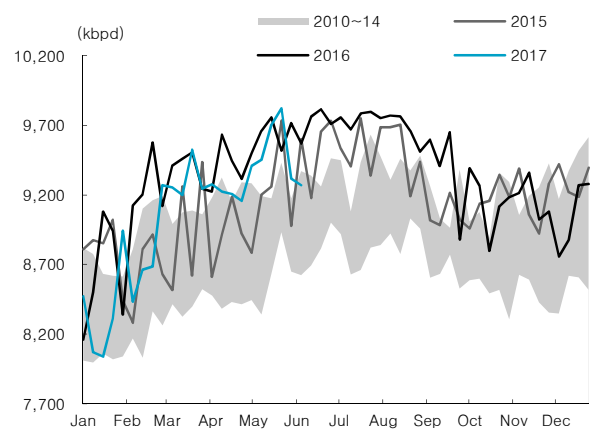
자료: EIA, Baker Hughes, 한국투자증권

[그림 3] 미국 정제설비 가동률



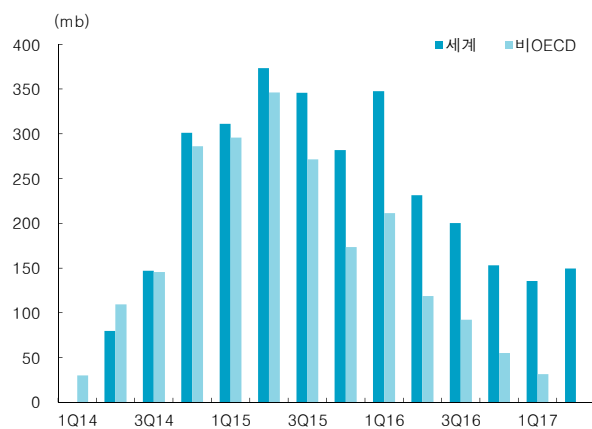
자료: EIA, 한국투자증권

[그림 4] 미국 total gasoline 수요



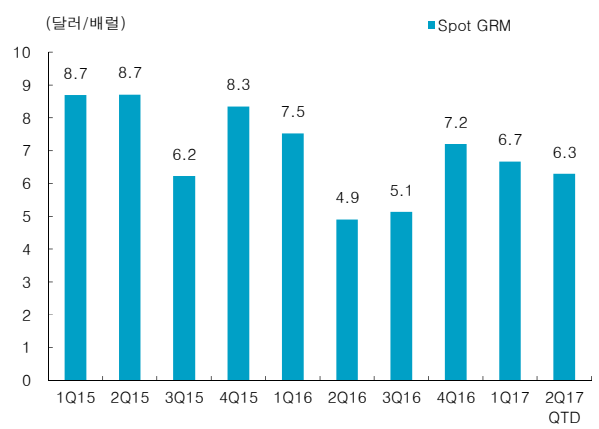
자료: EIA, 한국투자증권

[그림 5] 세계 석유제품 재고 - 1Q14이후 누적 변화량



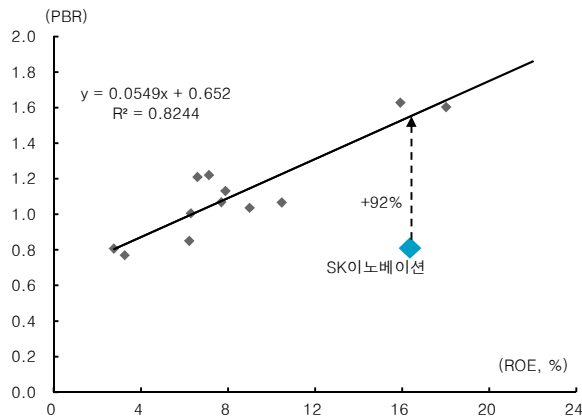
자료: 한국투자증권

[그림 6] 분기별 spot 정제마진



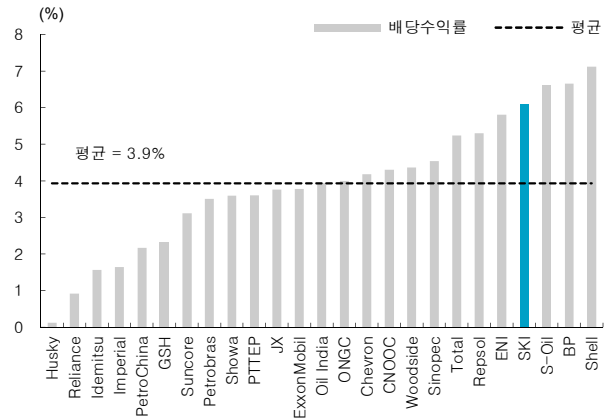
자료: 페트로넷, 한국투자증권

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



자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 8] Global peers: 배당수익률 (2017F)



자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 1〉 동종업체 밸류에이션

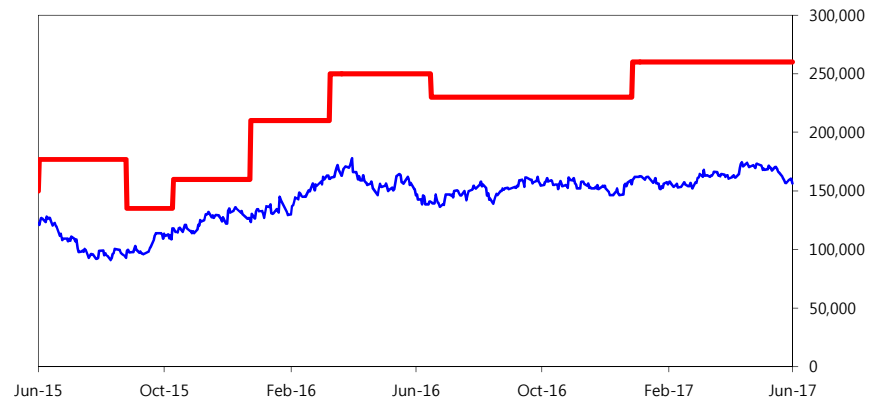
국내	시가총액 (백만달러)	PE (x)			EPS Growth (%)			PB (x)			ROE (%)			배당수익률(%)		
		2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F
SK이노베이션	12,871	14.9	8.2	5.0	NM	105.1	75.9	0.8	0.8	0.8	5.3	10.1	16.7	3.7	4.4	6.1
S-Oil	9,433	14.6	8.2	7.9	NM	90.9	17.7	1.7	1.5	1.6	12.3	20.5	21.1	3.0	7.3	6.6
GS	5,546	9.8	6.4	4.8	NM	63.7	71.2	0.8	0.7	0.8	8.1	12.1	18.2	3.0	3.0	2.3
평균		13.1	7.6	5.9	NM	86.6	55.0	1.1	1.0	1.1	8.5	14.2	18.6	3.2	4.9	5.0
해외																
Exxon Mobil	347,752	20.2	38.2	21.3	(49.3)	(51.2)	105.4	1.9	2.2	2.0	9.4	4.6	9.4	3.7	3.6	3.7
Petrochina	195,473	22.4	129.3	19.6	(67.8)	(78.9)	450.0	0.7	0.8	0.7	3.0	0.7	3.2	2.1	0.8	2.2
BP	115,704	NA	1031.3	17.5	NM	NM	5408.2	1.0	1.3	1.2	(6.2)	0.1	6.5	7.7	6.8	6.7
Sinopec	103,961	14.6	12.8	12.5	(32.4)	43.1	15.3	0.7	0.8	0.9	5.1	6.7	7.7	3.8	3.2	4.6
Petrobras	52,373	NA	NA	9.3	NM	NM	NM	0.3	0.8	0.6	(12.4)	(5.9)	6.3	0.0	0.0	3.3
CNOOC	49,289	15.0	NA	13.6	(66.7)	(97.8)	5400.0	0.8	1.0	0.9	5.3	0.2	6.2	6.1	3.2	4.1
Reliance	69,854	10.3	11.1	14.5	4.7	17.1	1.6	1.1	1.3	1.6	11.3	12.0	11.2	1.2	0.8	0.9
ONGC	33,488	14.3	13.0	10.3	(30.8)	(23.0)	47.6	1.5	1.0	1.1	10.4	7.7	10.5	3.1	2.8	3.8
Repsol	23,713	NA	13.8	10.3	NM	NM	17.8	0.5	0.6	0.7	(5.0)	5.8	6.5	NA	5.0	5.4
PTTEP	10,278	NA	37.9	13.8	NM	NM	130.7	0.6	1.0	0.9	(8.7)	2.9	6.2	5.2	2.2	3.3
Thai Oil	4,785	11.1	6.9	9.9	NM	74.2	(23.1)	1.5	1.4	1.4	13.9	21.3	14.5	4.1	5.1	4.5
Tonen	15,168	NA	NA	8.3	NM	NM	NM	0.6	0.7	0.7	(13.6)	(16.2)	10.3	3.7	3.4	2.9
IRPC	3,045	9.3	10.0	10.0	NM	4.3	5.6	1.2	1.2	1.2	13.1	12.4	12.6	5.1	3.9	4.0
평균		14.7	130.4	13.2	(40.4)	(14.0)	1050.8	0.9	1.1	1.1	2.0	4.0	8.5	3.8	3.2	3.8

주: 2017년 6월 15일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK이노베이션(096770)	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 6월 15일 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 (2017.3.31 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 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.