

SK이노베이션 (096770.KS)

기본 수익성에 변동성은 덤

Company Comment | 2016. 7. 6

정유부문과 비정유부문의 고른 실적 개선. 정유부문에서 유가 상승에 따른 재고평가이익이 추가되어 2분기 전체 영업이익은 1조원을 상회한 것으로 판단. 재고손익 변동성은 필연적이지만 기본 수익성은 확대됨

정유, 비정유의 고른 실적 개선에 유가 상승 효과 추가

2분기 영업이익 1조89억원(+19.4% q-q, +2.1% y-y), 세전이익 9,149억원(+23.6% q-q, +7.3% y-y)을 기록한 것으로 추정. 이 중 에너지부문(정유) 영업이익이 6,569억원으로 전체 실적 증가의 주요인

정유부문 평균 정제마진은 1분기대비 2분기 배럴당 약 1.7달러 낮아졌지만 유가 상승으로 저가 원재료 효과(positive lagging effect) 발생. 원재료 투입 지연 기간 4주 고려 시 평균정제마진은 오히려 배럴당 1.8달러 상승한 것으로 추정됨. 분기 말 월평균 유가(두바이유 기준)는 3월 35.2달러/배럴에서 6월 45.8달러/배럴로 상승하며 재고평가이익이 추가된 것으로 추정

비정유부문인 종합화학과 루브리컨츠의 2분기 영업이익은 각각 2,307억원, 1,145억원 추정. 종합화학의 경우 NCC 사업의 호조와 P-X 가격 상승으로 수익성이 높았으며, 하반기에도 스프레드 강세가 이어질 것으로 전망됨. 루브리컨츠 사업의 경우 원료가 변동으로 2분기 영업이익은 소폭 감소한 것으로 보이지만 계절적 성수기로 진입하며 하반기 스프레드 확대가 예상됨

비정유부문의 '기본' 수익성 확대, 정유부문의 변동성은 '옵션'

3분기 영업이익 6,072억원(-39.8% q-q, +66.8% y-y) 추정. 유가 등락에 따른 재고평가손익, OSP(official selling price) 변화로 정유부문 이익이 축소되기 때문. 다만 2016년과 2017년 글로벌 정제설비 신증설 규모가 작아 4분기 성수기 진입 시 정제마진 강세 가능성이 높음. 종합화학부문은 3분기 주요 제품(P-X, PE, SM, Benzene 등)의 역내 공급이 타이트해 안정적인 실적 유지 전망. 전사 분기실적 변동성은 확대됐지만 2016년 추정 실적 기준 EV/EBITDA 4.1배 및 PER 6.3배, PBR 0.7배는 저평가 상태로 판단함

SK이노베이션 2분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E					3Q16F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	12,998	12,447	10,865	9,458	9,882	-24.0	4.5	9,121	10,511	9,467
영업이익	988	364	307	845	1,009	2.1	19.4	736	1,001	607
영업이익률	7.6	2.9	2.8	8.9	10.2	-	-	8.1	9.5	6.4
세전이익	853	352	27	740	915	7.3	23.6	727	-	532
(지배)순이익	572	152	-202	556	655	15.7	19.0	520	657	381

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

Buy (유지)

목표주가 230,000원 (유지)

현재가 ('16/07/05) 143,500원

업종	화학
KOSPI / KOSDAQ	1,989.85 / 692.73
시가총액(보통주)	13,268.8십억원
발행주식수(보통주)	92.5백만주
52주 최고가('16/04/14)	178,000원
최저가('15/08/24)	91,000원
평균거래대금(60일)	49,267백만원
배당수익률(2016E)	2.23%
외국인지분율	40.9%

주요주주	
SK 외 2인	33.4%
국민연금	9.8%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-13.8	13.0	20.6
상대수익률 (%)	-15.0	9.6	27.5

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	48,356	39,612	43,445	45,753
증감률	-26.6	-18.1	9.7	5.3
영업이익	1,980	3,124	2,929	3,244
영업이익률	4.1	7.9	6.7	7.1
(지배지분)순이익	815	2,047	1,971	2,215
EPS	8,748	22,094	21,269	23,913
증감률	흑전	152.6	-3.7	12.4
PER	14.9	6.5	6.7	6.0
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.7	4.2	4.4	4.1
ROE	5.3	12.2	10.7	10.9
부채비율	84.0	75.9	70.6	64.8
순차입금	3,323	2,680	3,092	3,196

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 황유식

02)768-7391, ys.hwang@nhq.com

SK 이노베이션 연간 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	48,356.3	39,611.8	43,444.6	45,752.5
	- 수정 전	-	39,087.0	43,572.0	43,520.0
	- 변동률	-	1.3	-0.3	5.1
영업이익	- 수정 후	1,979.6	3,124.3	2,928.9	3,244.1
	- 수정 전	-	2,494.0	3,047.0	3,288.0
	- 변동률	-	25.3	-3.9	-1.3
영업이익률(수정 후)		4.1	7.9	6.7	7.1
EBITDA		2,931.1	4,144.9	4,025.9	4,431.6
(지배지분)순이익		814.9	2,047.0	1,970.7	2,215.2
EPS	- 수정 후	8,748	22,094	21,269	23,913
	- 수정 전	-	18,986	23,391	25,311
	- 변동률	-	16.4	-9.1	-5.5
PER		14.9	6.5	6.7	6.0
PBR		0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA		5.7	4.2	4.4	4.1
ROE		5.3	12.2	10.7	10.9

주: IFRS 연결기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

SK이노베이션 분기 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16F	4Q16F	2015	2016E	2017F
매출액	12,044	12,998	12,447	10,865	9,458	9,882	9,467	10,804	48,356	39,612	43,445
에너지	8,985	9,514	9,036	7,764	6,646	7,020	6,481	7,902	35,300	28,049	30,544
종합화학	2,210	2,586	2,354	2,139	1,968	2,025	2,116	2,044	9,288	8,153	9,209
루브리컨츠	620	656	665	681	622	610	626	608	2,622	2,467	2,577
이노베이션	231	242	392	285	222	227	244	250	1,150	944	1,115
영업이익	334	988	364	307	845	1,009	607	663	1,992	3,124	2,929
%OP	2.8%	7.6%	2.9%	2.8%	8.9%	10.2%	6.4%	6.1%	4.1%	7.9%	6.7%
에너지	153	755	107	285	491	657	238	412	1,299	1,797	1,612
종합화학	116	243	120	-47	224	231	238	150	431	844	818
루브리컨츠	57	42	83	114	132	114	124	101	295	472	463
이노베이션	-4	-51	54	-45	-2	7	7	0	-45	12	36
세전이익	435	853	352	27	740	915	532	640	1,667	2,826	2,753
지배기업 순이익	293	572	152	-202	556	655	381	456	815	2,047	1,971
YOY(%)											
매출액	-28%	-21%	-25%	-33%	-21%	-24.0%	-23.9%	-1%	-27%	-18%	10%
영업이익	44%	흑전	644%	흑전	153%	2.1%	66.8%	116%	흑전	57%	-6%
세전이익	126%	5584%	흑전	흑전	70%	7.3%	51.3%	2249.5%	흑전	70%	-3%
지배기업순이익	258%	흑전	흑전	적지	90%	14.5%	149.9%	흑전	흑전	151%	-4%
QOQ(%)											
매출액	-25%	8%	-4%	-13%	-13%	4.5%	-4.2%	14%			
영업이익	흑전	196%	-63%	-16%	176%	19.4%	-39.8%	9%			
세전이익	흑전	96%	-59%	-92%	흑전	23.6%	-41.9%	20%			
지배기업순이익	흑전	95%	-73%	적전	흑전	17.8%	-41.9%	20%			

주: IFRS 연결기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

2015년 3분기 일회성 손익 변동 요약

(단위: 억원)

항목/부문		석유부문	종합화학	윤활유	이노베이션	Total
영업이익	재고효과	-2,900	←	-500	→	-3,400
	환율효과	+800	←	+200	→	+1,000
	JAC 매출채권 상각		-860			-860
	넥슬렌 기술이전 수익				+1,100	+1,100
	카작 잠빌광구 탐사 종료				-504	-504
	Total	-2,100	-960	-100	+496	-2,664

자료: NH투자증권 리서치센터

2015년 4분기 일회성 손익 변동 요약

(단위: 억원)

항목/부문		석유부문	종합화학	윤활유	이노베이션	Total
영업이익	재고효과	-2,500	-100	-200		-2,800
	환율효과	-100				-100
	JAC 매출채권 상각		-1,670			-1,670
	카작 잠빌광구 탐사 종료				-460	-460
	중단사업이익환입(TAC)				+400	+400
	Total	-2,600	-1,770	-200	-60	-4,630
영업외이익	미국 광구 지분상각				-2,600	-2,600
중단사업	TAC 필름사업				-1,300	-1,300
Total		-2,600	-1,770	-200	-3,960	-8,530

자료: NH투자증권 리서치센터

2016년 1분기 일회성 손익 변동 요약

(단위: 억원)

항목/부문		석유부문	종합화학	윤활유	이노베이션	Total
영업이익	재고효과	-1,400				-1,400
	환율효과	-100				-100
	Total	-1,500				-1,500
영업외이익	미국 광구 지분상각				-777	-777
Total		-1,500	-1,500		-777	-2,277

자료: NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	48,356	39,612	43,445	45,753
증감률 (%)	-26.6	-18.1	9.7	5.3
매출원가	44,197	35,082	39,061	40,977
매출총이익	4,159	4,530	4,384	4,776
Gross 마진 (%)	8.6	11.4	10.1	10.4
판매비와 일반관리비	2,180	1,406	1,455	1,532
영업이익	1,980	3,124	2,929	3,244
증감률 (%)	흑전	57.8	-6.3	10.8
OP 마진 (%)	4.1	7.9	6.7	7.1
EBITDA	2,931	4,145	4,026	4,432
영업외손익	-325	-298	-176	-149
금융수익(비용)	-320	-231	-231	-234
기타영업외손익	-262	-100	0	0
종속, 관계기업관련손익	257	34	55	85
세전계속사업이익	1,654	2,826	2,753	3,095
법인세비용	657	674	661	743
계속사업이익	998	2,152	2,092	2,352
당기순이익	868	2,152	2,092	2,352
증감률 (%)	흑전	148.0	-2.8	12.4
Net 마진 (%)	1.8	5.4	4.8	5.1
지배주주지분 순이익	815	2,047	1,971	2,215
비지배주주지분 순이익	53	105	122	137
기타포괄이익	86	0	0	0
총포괄이익	954	2,152	2,092	2,352

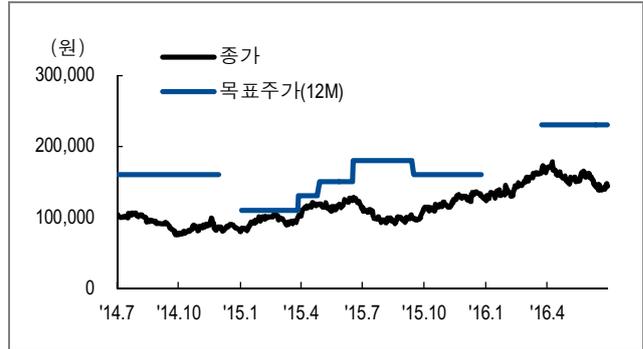
Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	14.9	6.5	6.7	6.0
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.6
PCR(배)	3.9	3.4	3.4	3.0
PSR(배)	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	5.7	4.2	4.4	4.1
EV/EBIT(배)	8.4	5.5	6.1	5.6
EPS(원)	8,748	22,094	21,269	23,913
BPS(원)	169,556	188,216	206,062	226,517
SPS(원)	522,966	428,395	469,846	494,806
자기자본이익률(ROE, %)	5.3	12.2	10.7	10.9
총자산이익률(ROA, %)	2.6	6.7	6.1	6.5
투하자본이익률 (ROIC, %)	6.5	12.9	11.0	10.8
배당수익률(%)	3.7	2.2	2.2	2.2
배당성장률(%)	54.2	14.4	14.9	13.3
총현금배당금(십억원)	447	298	298	298
보통주 주당배당금(원)	4,800	3,200	3,200	3,200
순부채(현금)/자기자본(%)	19.5	14.2	14.9	14.1
총부채/ 자기자본(%)	84.0	75.9	70.6	64.8
이자발생부채	8,259	8,295	8,353	8,352
유동비율(%)	171.4	195.6	203.3	214.8
총발행주식수(백만주)	94	94	94	94
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	130,000	143,500	143,500	143,500
시가총액(십억원)	12,108	13,371	13,371	13,371

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	3,020	3,426	2,747	2,279
매출채권	3,477	3,999	4,599	5,288
유동자산	12,842	14,722	15,683	16,859
유형자산	13,914	14,611	15,582	16,702
투자자산	2,678	2,165	2,413	2,411
비유동자산	18,518	18,520	19,621	20,631
자산총계	31,360	33,242	35,304	37,490
단기성부채	2,124	2,163	2,221	2,220
매입채무	2,754	2,617	2,747	2,885
유동부채	7,494	7,526	7,715	7,848
장기성부채	6,136	6,132	6,132	6,132
장기충당부채	112	112	125	125
비유동부채	6,819	6,816	6,895	6,894
부채총계	14,313	14,342	14,610	14,742
자본금	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,884	5,884	5,884
이익잉여금	9,450	11,198	12,871	14,788
비지배주주지분	1,157	1,262	1,383	1,520
자본총계	17,046	18,900	20,694	22,748

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	4,086	2,116	2,075	2,392
당기순이익	868	2,152	2,092	2,352
+ 유/무형자산상각비	952	1,021	1,097	1,188
+ 종속, 관계기업관련손익	-257	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	44	0	0	0
Gross Cash Flow	3,052	3,929	3,931	4,367
- 운전자본의증가(감소)	1,560	-1,056	-1,114	-1,148
투자활동 현금흐름	-1,345	-1,298	-2,514	-2,561
+ 유형자산 감소	100	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-449	-1,591	-1,950	-2,200
+ 투자자산의매각(취득)	285	513	-248	3
Free Cash Flow	3,637	525	125	192
Net Cash Flow	2,740	819	-439	-169
재무활동 현금흐름	-2,768	-412	-240	-299
자기자본 증가	-9	0	0	0
부채증감	-2,759	-412	-240	-299
현금의증가	81	407	-679	-468
기말현금 및 현금성자산	3,020	3,426	2,747	2,279
기말 순부채(순현금)	3,323	2,680	3,092	3,196

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
SK이노베이션	096770.KS	2016.04.07	Buy	230,000원(12개월)
			담당 Analyst 변경	
		2015.09.18	Buy	160,000원(12개월)
		2015.06.22	Buy	180,000원(12개월)
		2015.04.30	Buy	150,000원(12개월)
		2015.04.01	Buy	130,000원(12개월)
		2015.02.05	Buy	110,000원(12개월)
	담당 Analyst 변경			



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2016년 7월 1일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
77.0%	23.0%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'SK이노베이션'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.