

SK이노베이션(096770)

IMO의 길고도 강력한 한방

정제마진과 PX 동반강세 전망

SK이노베이션이 11일 IMO의 선박 연료유 황 함유량 규제 영향과 PX 수급 전망을 주제로 기관투자가 대상 설명회를 개최했다. 2020년 도입되는 IMO 규제는 등경유 가격 강세, 고유황 연료유(HSFO) 가격 약세 그리고 황 함유량이 높은 원유의 가격 약세를 필연적으로 초래한다고 전망했다. 특히, 이러한 가격 변화의 시기가 5년 정도 장기화될 것이고 SK이노베이션이 IMO 규제에 맞는 저유황 연료유(LSFO)를 생산할 수 있는 극소수의 준비된 정유사임을 강조했다. PX의 경우 신증설 물량을 감안해도 수급개선으로 내년 PX 스프레드는 올해보다 확대될 것으로 전망했고 2020년에도 타이트한 수급은 지속될 것으로 예상했다.

필연적 super cycle

SK이노베이션은 2020년에 HSFO 수요의 11%는 선박용 배출가스 정화 장치인 스크러버(scrubber)와 LNG선으로 대체되고 나머지는 등경유 혼합연료 또는 LSFO로 대체될 것으로 전망했다. 일부 소형선박 및 아프리카 지역 등에서는 규제 불이행 가능성이 있으나, 스크러버 미장착 선박은 HSFO 적재가 원천적으로 금지되고 불이행시 선박보험 가입 또한 불가해 규제는 빠르게 이행될 것으로 예상했다. 이에 따라 등경유 수요는 추가적으로 10% 증가해 등경유 가격 급등은 불가피할 것으로 전망했다. 특히, 한정된 스크러버 장착 및 LNG 연료 충전 시설로 인해 등경유 가격 강세와 HSFO 가격 약세는 5년간 지속될 것으로 예상했다.

IMO 최대 수혜주

주요 전망기관은 2020년 Dubai 대비 HSFO 스프레드는 -30달러/배럴, 등경유 스프레드는 21~40달러/배럴, 그리고 LSFO는 10~30달러/배럴을 전망하고 있다. SK이노베이션의 2020년 4월 가동예정인 감압 잔사유 탈황설비(VRDS)를 감안하면 등경유 및 LSFO 비중은 60% 가까이 도달하고 HSFO 비중은 제거될 것으로 전망된다. 단순히 현재대비 HSFO가격 15달러/배럴 하락, 등경유 15달러/배럴 상승을 가정하면, 아시아 정제마진은 2달러/배럴 확대되나, SK이노베이션의

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	39,521	3,228	1,671	17,934	105.1	4,143	8.2	3.8	0.8	10.1	4.4
2017A	46,261	3,234	2,104	22,574	25.9	4,134	9.1	5.2	1.1	12.0	3.9
2018F	49,782	3,069	2,058	22,769	0.9	3,994	9.0	5.3	1.0	11.1	4.1
2019F	47,711	4,539	3,286	37,275	63.7	5,531	5.5	3.6	0.9	16.3	6.5
2020F	47,311	5,519	4,027	45,674	22.5	6,576	4.5	2.8	0.8	17.6	8.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 320,000원

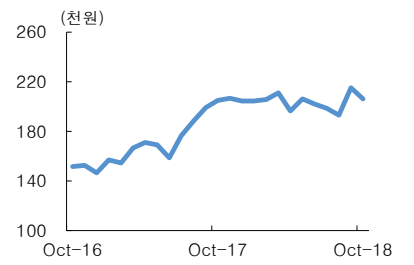
Stock Data

KOSPI(10/11)	2,130
주가(10/11)	206,000
시가총액(십억원)	19,048
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저(원)	225,500/184,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	46,790
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.6/40.0
주요주주(%)	SK 외 2인 33.4
국민연금	9.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.7	2.0	1.7
KOSPI 대비(%)p	8.5	14.8	15.1

주가추이



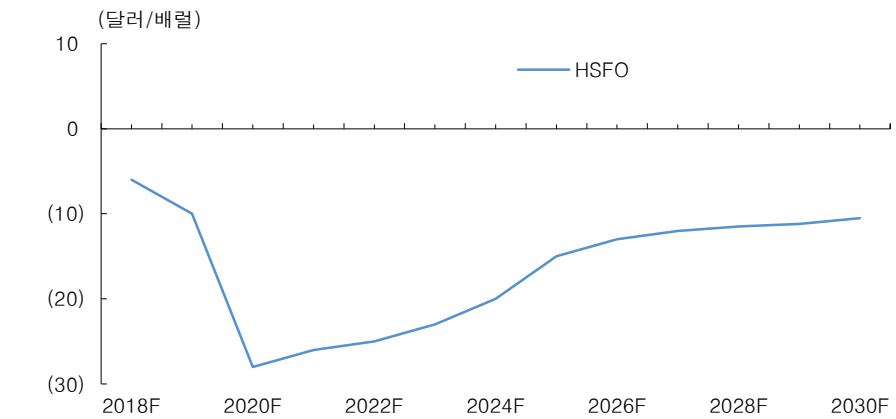
자료: WISEfn

이도연

Daniel.dy.lee@truefriend.com

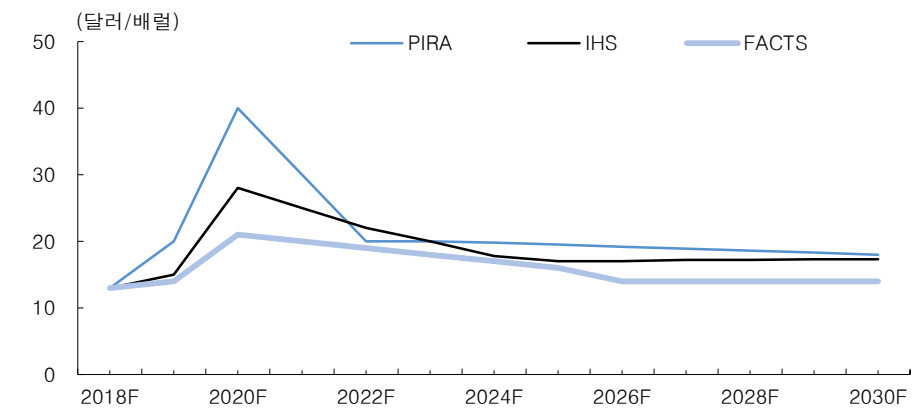
정제마진은 우호적인 제품믹스 효과로 10달러/배럴 확대된다. 이 경우 2020년 영업이익은 7조원을 크게 넘어서 올해 대비 130% 이상 증가할 것으로 추정된다. 황 함유량이 높은 Dubai 유가가 타유종 대비 하락할 수 있다는 점까지 감안하면, SK이노베이션은 IMO의 국내 최대 수혜주라 생각한다.

[그림 1] HSFO 스프레드는 2020년 급락 후 점진적으로 회복할 전망



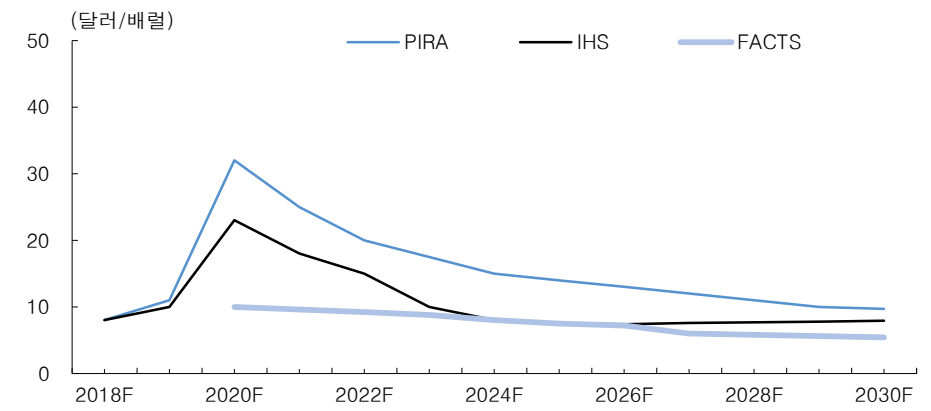
자료: Facts

[그림 2] 타이트한 수급으로 2020년 등경유 스프레드 급등 전망



자료: Pira, Ihs, Facts

[그림 3] LSFO는 2020년 휘발유 이상의 스프레드를 기록할 전망



자료: Pira, Ihs, Facts

기업개요 및 용어해설

2007년 설립해 정유사업, 배터리 및 정보전자소재 사업을 하는 회사. 주력 사업은 정유사업.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	14,988	16,219	13,740	14,428	16,335
현금성자산	2,644	2,004	1,494	2,389	4,501
매출채권및기타채권	4,404	5,467	4,085	4,075	4,054
재고자산	4,445	5,979	5,700	5,509	5,330
비유동자산	17,594	18,024	19,428	20,848	22,203
투자자산	2,567	2,820	3,010	3,010	3,010
유형자산	13,603	13,587	13,743	13,843	13,943
무형자산	1,272	1,521	2,549	3,869	5,125
자산총계	32,581	34,244	33,168	35,276	38,538
유동부채	8,737	9,955	7,988	7,833	7,994
매입채무및기타채무	6,473	7,731	4,760	4,600	4,452
단기차입금및단기사채	22	243	52	102	153
유동성장기부채	1,678	1,272	1,030	980	1,250
비유동부채	5,540	4,979	5,049	4,619	4,669
사채	4,123	3,233	2,081	1,701	1,751
장기차입금및금융부채	749	831	1,871	1,821	1,821
부채총계	14,276	14,934	13,037	12,452	12,663
지배주주지분	17,103	18,086	18,852	21,443	24,367
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,766	5,037	5,037	5,037
기타자본	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	10,671	12,042	13,297	15,888	18,812
비지배주주지분	1,202	1,224	1,278	1,381	1,508
자본총계	18,305	19,309	20,130	22,825	25,875

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	3,678	2,180	2,945	4,231	5,060
당기순이익	1,721	2,145	2,078	3,390	4,153
유형자산감가상각비	799	791	834	840	840
무형자산상각비	115	109	91	152	217
자산부채변동	268	(1,214)	224	66	43
기타	775	349	(282)	(217)	(193)
투자활동현금흐름	(2,056)	(1,066)	(1,359)	(2,106)	(2,089)
유형자산투자	(607)	(938)	(1,065)	(1,014)	(1,014)
유형자산매각	40	75	75	75	75
투자자산순증	(1,434)	629	336	320	320
무형자산순증	(55)	(70)	(1,119)	(1,472)	(1,472)
기타	0	(762)	414	(15)	2
재무활동현금흐름	(2,019)	(1,671)	(2,096)	(1,229)	(859)
자본의증가	0	1	(728)	(0)	(0)
차입금의순증	(1,569)	(911)	(545)	(430)	371
배당금지급	(451)	(757)	(746)	(693)	(1,099)
기타	1	(4)	(77)	(106)	(131)
기타현금흐름	21	(84)	0	0	0
현금의증가	(375)	(640)	(510)	896	2,111

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

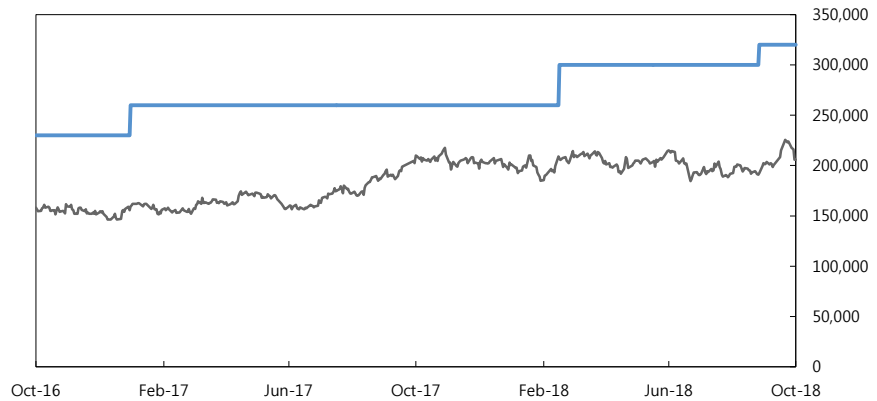
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	39,521	46,261	49,782	47,711	47,311
매출원가	34,562	40,905	44,905	41,368	39,970
매출총이익	4,959	5,356	4,877	6,344	7,341
판매관리비	1,730	2,121	1,808	1,805	1,822
영업이익	3,228	3,234	3,069	4,539	5,519
금융수익	1,792	1,883	1,793	1,215	1,234
이자수익	85	76	82	109	128
금융비용	2,082	2,053	1,963	1,173	1,140
이자비용	253	206	221	213	180
기타영업외손익	(391)	(141)	(286)	(321)	(320)
관계기업관련손익	(124)	311	286	320	320
세전계속사업이익	2,423	3,235	2,899	4,581	5,613
법인세비용	702	1,079	821	1,191	1,459
연결당기순이익	1,721	2,145	2,078	3,390	4,153
지배주주지분순이익	1,671	2,104	2,058	3,286	4,027
기타포괄이익	(10)	(267)	242	0	0
총포괄이익	1,711	1,878	2,320	3,390	4,153
지배주주지분포괄이익	1,661	1,847	2,297	3,286	4,027
EBITDA	4,143	4,134	3,994	5,531	6,576

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	17,934	22,574	22,769	37,275	45,674
BPS	183,956	194,441	202,620	230,267	261,466
DPS	6,400	8,000	7,856	12,461	15,405
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(18.3)	17.1	7.6	(4.2)	(0.8)
영업이익증가율	63.1	0.2	(5.1)	47.9	21.6
순이익증가율	105.1	25.9	(2.2)	59.7	22.5
EPS증가율	105.1	25.9	0.9	63.7	22.5
EBITDA증가율	41.3	(0.2)	(3.4)	38.5	18.9
수익성(%)					
영업이익률	8.2	7.0	6.2	9.5	11.7
순이익률	4.2	4.5	4.1	6.9	8.5
EBITDA Margin	10.5	8.9	8.0	11.6	13.9
ROA	5.4	6.4	6.2	9.9	11.3
ROE	10.1	12.0	11.1	16.3	17.6
배당수익률	4.4	3.9	4.1	6.5	8.0
배당성향	35.7	35.4	33.7	33.4	33.7
안정성					
순차입금(십억원)	924	1,327	691	(649)	(2,387)
차입금/자본총계비율(%)	36.5	29.4	20.8	16.4	15.9
Valuation(X)					
PER	8.2	9.1	9.0	5.5	4.5
PBR	0.8	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.8	5.2	5.3	3.6	2.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK이노베이션(096770)	2016.09.22	매수	230,000원	-32.6	-29.6
	2017.01.11	매수	260,000원	-31.7	-16.3
	2018.01.11	1년경과		-24.1	-19.2
	2018.02.27	매수	300,000원	-32.9	-28.3
	2018.09.07	매수	320,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 12일 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 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 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.