

SK이노베이션(096770)

순풍이 분다

매수관점 강화할 시기

유가 상승으로 전사업 부문에 걸친 원가 부담을 반영해 2018년과 2019년 예상 영업이익을 각각 3%, 6% 하향한다. 그러나, 유가가 역풍으로 작용했던 요소들은 점차 사라졌고, 우호적인 환경에 진입하고 있는 점에 주목해야 한다. 단기적으로도 2분기 실적 강세와 자사주 매입은 주가 상승의 촉매로 작용할 것이다. 2분기 예상 영업이익을 전분기대비 49%, 전년동기대비 153% 증가한 1조 6백억원으로, 약 8% 상향하여 컨센서스를 25% 상회할 전망이다.

유가 방향성은 우호적으로 전환

유가는 지난 4분기부터 아시아 정제마진과 화학제품 스프레드와는 대조적으로 강세를 보여 투자자들의 이목을 E&P(원유생산) 회사로 끌었다. 그러나 유가가 하향 안정화되며 투자의 흐름이 E&P회사에서 정유사로 옮겨갈 전망이다. 미국의 원유 생산량 증가와 OPEC 증산 계획뿐만 아니라 WTI와 기타 유종과의 커지는 가격 괴리를 미루어 봤을 때 유가가 하향 안정화될 가능성이 높다고 판단한다. 지난 3년간 WTI와 두바이유, 브렌트유 간의 가격 괴리는 배럴당 3~5달러에서 10~11달러로 확대됐다. 따라서 유가간 가격 괴리에 탄력을 받은 미국 E&P회사의 시장 점유율은 보다 더 상승할 것이며, 이에 따라 기타 원유생산국은 보다 더 치열한 시장 점유율 경쟁 상황에 놓이게 되어, 대응전략이 필요해 보이기 때문이다.

2분기 실적 강세와 자사주 매입이 주가 상승 견인

2분기 정유부문 예상 영업이익은 전분기대비 138% 증가한 7,730억원으로 전체 이익 증가에 기여할 것이다. 1) 1개월 후행 정제마진을 배럴당 10달러로 가정했을 때, 마진개선으로 2분기 영업이익은 전분기대비 2,700억원 이상 증가할 것이다. 2분기 평균(QTD)은 이미 전분기대비 61% 증가한 배럴당 12.4달러를 기록했다. 2) 유가관련 채고이익은 6월 평균 두바이유를 배럴당 72달러로 가정했을 시, 약 2,070억원 인식될 것이다. 또한, 8월 1일까지 계획된 자사주 매입은 현재 6,000억원 가까이 매입할 여력이 남아있어 주가에 순풍으로 작용할 것이다.

	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	47,307	3,897	2,775	30,201	33.8	4,789	6.9	3.7	1.0	14.5	5.1
2019F	46,504	4,797	3,513	38,554	27.7	5,688	5.4	2.8	0.8	16.3	6.4
2020F	46,108	5,977	4,427	48,595	26.0	6,867	4.3	1.9	0.7	18.1	8.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 300,000원(유지)

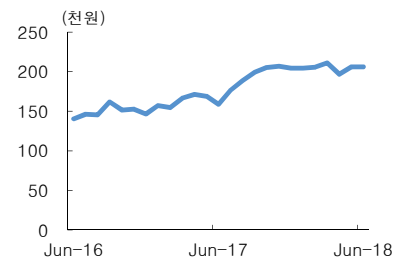
Stock Data

KOSPI(6/5)	2,454
주가(6/5)	206,000
시가총액(십억원)	19,048
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저(원)	217,500/156,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	48,245
유통주식비율/외국인지분율(%)	63.7/41.4
주요주주(%)	SK 외 2인 33.4
국민연금	9.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.3	(1.2)	27.2
KOSPI 대비(%p)	4.6	1.0	23.6

주가추이

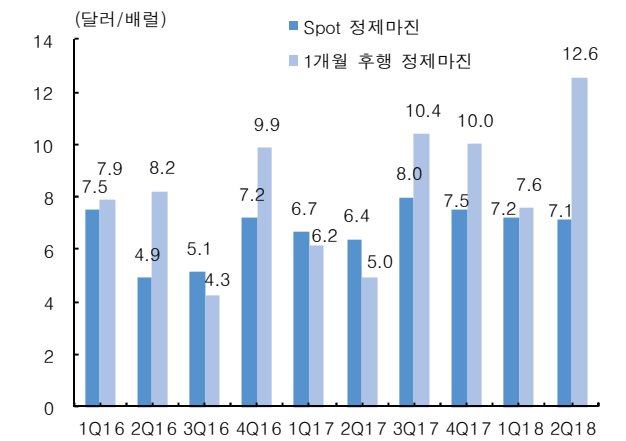


자료: WISEfn

이도연

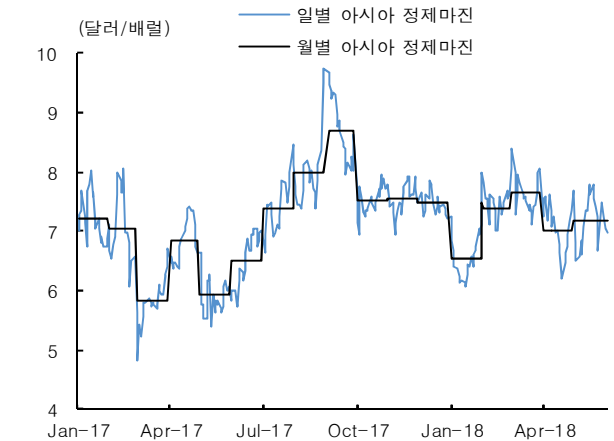
daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] 분기별 spot 정제마진 vs. 1개월 후행 정제마진



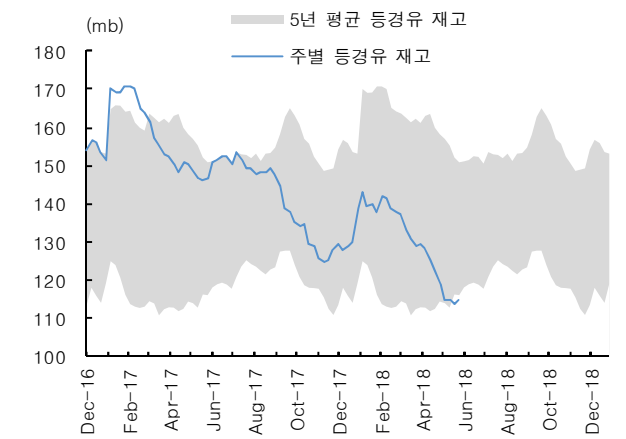
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 2] 일별 vs. 월별 아시아 정제마진



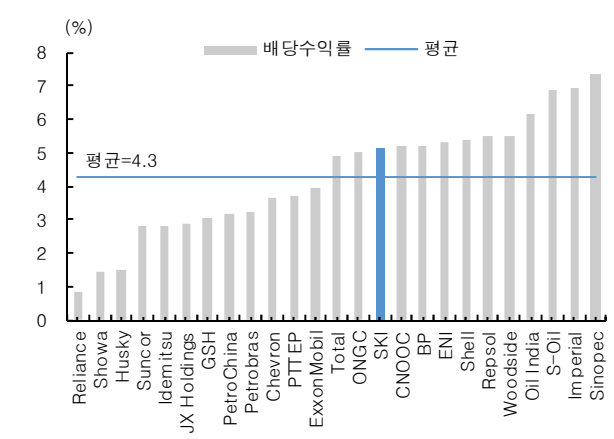
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 3] 미국 등경유 재고 감소



자료: EIA, 한국투자증권

[그림 4] Global peers: 배당수익률(2018F)



자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 1〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이(%p)	변경전	변경후	차이(%p)
매출액	46,622	47,307	1.5	45,780	46,504	1.6
영업이익	3,996	3,897	(2.5)	5,113	4,797	(6.2)
영업이익률(%)	8.6	8.2	(3.9)	11.2	10.3	(7.7)
세전이익	3,931	3,865	(1.7)	5,076	4,831	(4.8)
순이익	2,823	2,774	(1.8)	3,691	3,511	(4.9)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	11,387	10,561	11,759	12,554	12,166	11,767	11,823	11,550	46,261	47,307	46,504
영업이익	1,004	421	964	845	712	1,064	1,045	1,077	3,234	3,897	4,797
영업이익률(%)	8.8	4.0	8.2	6.7	5.8	9.0	8.8	9.3	7.0	8.2	10.3
순이익	847	278	683	295	458	769	773	773	2,104	2,774	3,511
증가율(% YoY)											
매출액	20.4	2.7	21.2	24.6	6.8	11.4	0.5	(8.0)	17.1	2.3	(1.7)
영업이익	18.9	(62.4)	132.3	(0.5)	(29.1)	152.6	8.4	27.4	0.2	20.5	23.1
순이익	52.4	(54.5)	89.7	105.1	(45.9)	176.1	13.3	161.6	25.9	31.8	26.6
증가율(% QoQ)											
매출액	13.0	(7.3)	11.3	6.8	(3.1)	(3.3)	0.5	(2.3)	17.1	2.3	(1.7)
영업이익	18.3	(58.1)	128.8	(12.3)	(15.8)	49.5	(1.8)	3.0	0.2	20.5	23.1
순이익	488.0	(67.1)	145.3	(56.7)	55.1	67.7	0.6	(0.1)	25.9	31.8	26.6
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)						853	789	796		3,130	3,332
						24.7	32.5	35.3		24.5	44.0
KIS 추정 영업이익 변화(%)						8.0	(11.6)	(3.6)		(2.5)	(6.2)

주: 순이익은 지배주주지분순이익 기준

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 3〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	11,387	10,561	11,759	12,554	12,166	11,767	11,823	11,550	46,261	47,307	46,504
정유	8,064	7,388	8,429	8,892	8,687	8,091	8,282	8,186	32,771	33,246	32,745
석유화학	2,333	2,164	2,292	2,550	2,439	2,509	2,505	2,342	9,339	9,796	9,712
유탄유	729	757	750	812	780	844	711	705	3,047	3,040	2,819
E&P	262	252	289	300	260	323	325	317	1,103	1,224	1,227
영업이익	1,004	421	964	845	712	1,064	1,045	1,077	3,234	3,897	4,797
정유	454	12	526	509	325	773	629	707	1,502	2,434	3,061
석유화학	455	334	326	263	285	201	285	244	1,377	1,014	1,199
유탄유	95	120	144	146	129	117	137	128	505	511	535
E&P	1	(45)	(33)	(73)	(27)	(27)	(5)	(1)	(150)	(61)	2
영업이익률(%)	8.8	4.0	8.2	6.7	5.8	9.0	8.8	9.3	7.0	8.2	10.3
정유	5.6	0.2	6.2	5.7	3.7	9.6	7.6	8.6	4.6	7.3	9.3
석유화학	19.5	15.4	14.2	10.3	11.7	8.0	11.4	10.4	14.7	10.4	12.3
유탄유	13.0	15.9	19.2	18.0	16.5	13.9	19.3	18.2	16.6	16.8	19.0
E&P	0.3	(17.9)	(11.4)	(24.2)	(10.5)	(8.4)	(1.7)	(0.4)	(13.6)	(5.0)	0.1

자료: 한국투자증권

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	15,363	17,018	20,002
현금성자산	2,644	2,004	3,040	4,810	8,073
매출채권및기타채권	4,404	5,467	3,822	3,814	3,794
재고자산	4,445	5,979	5,423	5,321	5,069
비유동자산	17,594	18,024	18,568	19,046	19,526
투자자산	2,567	2,820	2,904	2,904	2,904
유형자산	13,603	13,587	14,046	14,541	15,036
무형자산	1,272	1,521	1,504	1,488	1,473
자산총계	32,581	34,244	33,931	36,065	39,528
유동부채	8,737	9,955	8,947	8,829	8,855
매입채무및기타채무	6,473	7,731	6,160	6,044	5,757
단기차입금및단기사채	22	243	252	302	353
유동성장기부채	1,678	1,272	1,030	980	1,250
비유동부채	5,540	4,979	3,473	3,043	3,093
사채	4,123	3,233	934	554	604
장기차입금및금융부채	749	831	1,507	1,457	1,457
부채총계	14,276	14,934	12,420	11,872	11,948
지배주주지분	17,103	18,086	20,199	22,771	26,020
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,766	5,860	5,860	5,860
기타자본	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	10,671	12,042	14,061	16,633	19,882
비지배주주지분	1,202	1,224	1,311	1,421	1,560
자본총계	18,305	19,309	21,510	24,192	27,580

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	3,678	2,180	4,932	4,226	5,179
당기순이익	1,721	2,145	2,862	3,623	4,567
유형자산감가상각비	799	791	816	816	816
무형자산상각비	115	109	76	75	74
자산부채변동	268	(1,214)	1,517	(1)	(19)
기타	775	349	(339)	(287)	(259)
투자활동현금흐름	(2,056)	(1,066)	(1,291)	(975)	(970)
유형자산투자	(607)	(938)	(1,350)	(1,385)	(1,385)
유형자산매각	40	75	75	75	75
투자자산순증	(1,434)	629	261	397	397
무형자산순증	(55)	(70)	(59)	(59)	(59)
기타	0	(762)	(218)	(3)	2
재무활동현금흐름	(2,019)	(1,671)	(2,605)	(1,481)	(947)
자본의증가	0	1	94	0	0
차입금의순증	(1,569)	(911)	(1,856)	(430)	371
배당금지급	(451)	(757)	(746)	(967)	(1,212)
기타	1	(4)	(97)	(84)	(106)
기타현금흐름	21	(84)	0	0	0
현금의증가	(375)	(640)	1,036	1,770	3,263

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

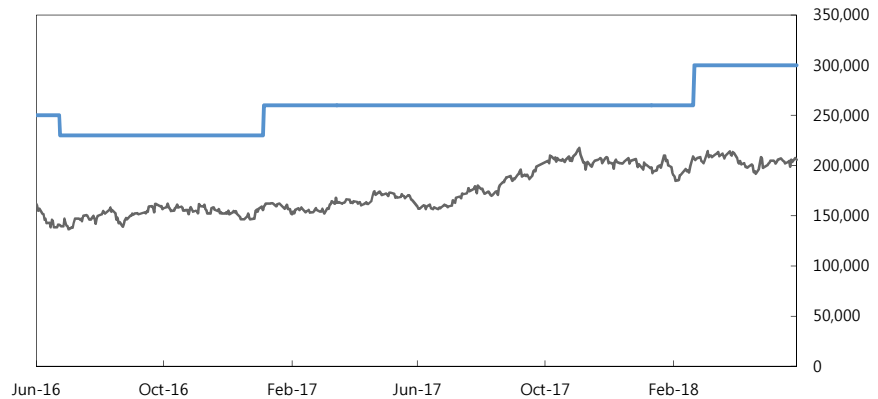
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	39,521	46,261	47,307	46,504	46,108
매출원가	34,562	40,905	41,728	40,017	38,421
매출총이익	4,959	5,356	5,579	6,487	7,687
판매관리비	1,730	2,121	1,682	1,690	1,710
영업이익	3,228	3,234	3,897	4,797	5,977
금융수익	1,792	1,883	1,122	877	925
이자수익	85	76	102	151	200
금융비용	2,082	2,053	1,203	875	846
이자비용	253	206	169	140	110
기타영업외손익	(391)	(141)	(296)	(365)	(365)
관계기업관련손익	(124)	311	344	397	397
세전계속사업이익	2,423	3,235	3,865	4,831	6,089
법인세비용	702	1,079	1,002	1,208	1,522
연결당기순이익	1,721	2,145	2,862	3,623	4,567
지배주주지분순이익	1,671	2,104	2,775	3,513	4,427
기타포괄이익	(10)	(267)	0	0	0
총포괄이익	1,711	1,878	2,862	3,623	4,567
지배주주지분포괄이익	1,661	1,847	2,775	3,513	4,427
EBITDA	4,143	4,134	4,789	5,688	6,867

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	17,934	22,574	30,201	38,554	48,595
BPS	183,956	194,441	216,992	244,434	279,101
DPS	6,400	8,000	10,611	13,297	16,641
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(18.3)	17.1	2.3	(1.7)	(0.9)
영업이익증가율	63.1	0.2	20.5	23.1	24.6
순이익증가율	105.1	25.9	31.9	26.6	26.0
EPS증가율	105.1	25.9	33.8	27.7	26.0
EBITDA증가율	41.3	(0.2)	15.8	18.8	20.7
수익성(%)					
영업이익률	8.2	7.0	8.2	10.3	13.0
순이익률	4.2	4.5	5.9	7.6	9.6
EBITDA Margin	10.5	8.9	10.1	12.2	14.9
ROA	5.4	6.4	8.4	10.4	12.1
ROE	10.1	12.0	14.5	16.3	18.1
배당수익률	4.4	3.9	5.1	6.4	8.0
배당성향	35.7	35.4	34.8	34.5	34.3
안정성					
순차입금(십억원)	924	1,327	(2,770)	(4,973)	(7,862)
차입금/자본총계비율(%)	36.5	29.4	13.5	10.2	10.3
Valuation(X)					
PER	8.2	9.1	6.9	5.4	4.3
PBR	0.8	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.8	5.2	3.7	2.8	1.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK이노베이션(096770)	2016.05.24	매수	250,000원	-39.6	-34.2
	2016.06.30	매수	230,000원	-33.9	-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	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 6월 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 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.