

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 가라앉고, 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 호름이 E&P회사에서 정유사로 옮겨갈 전망이다. 미국의 원유 생산량 증가와 OPEC 충산 계획뿐만 아니라 WTI와 기타 유종과의 커지는 가격 괴리를 미루어 봤을 때 유가가 하향 안정화될 가능성성이 높다고 판단한다. 지난 3년간 WTI와 두바이유, 브렌트유 간의 가격 괴리는 배럴당 3~5달러에서 10~11 달러로 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 재고이익은 6월 평균 두바이유를 배럴당 72달러로 가정했을 시, 약 2,070억원 인식될 것이다. 또한, 8월 1일까지 계획된 자사주 매입은 현재 6,000 억원 가까이 매입할 여력이 남아있어 주가에 순풍으로 작용할 것이다.

매수(유지)

목표주가: 300,000원(유지)

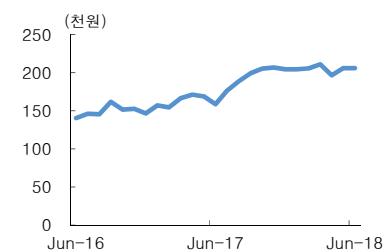
Stock Data

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

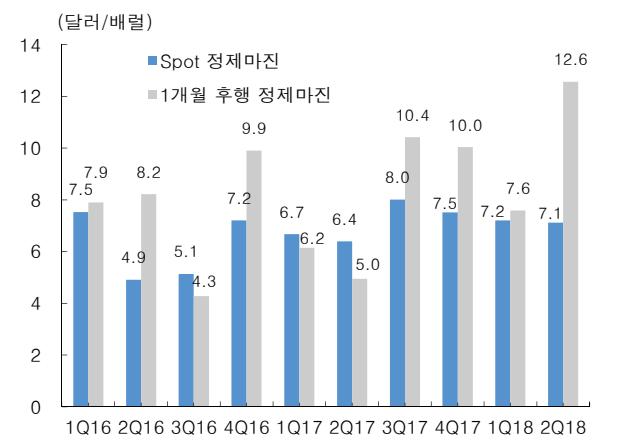


자료: WISEfn

이도연

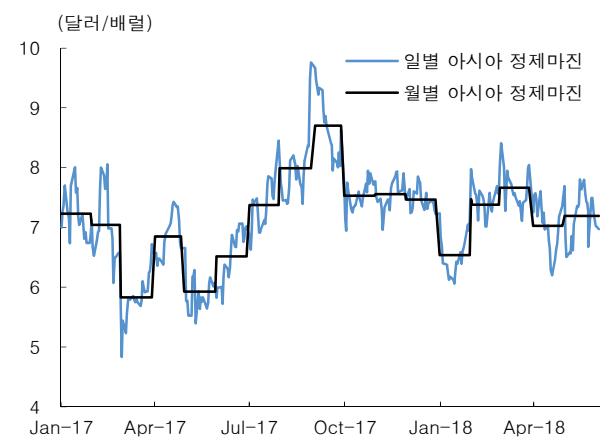
daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] 분기별 spot 정제마진 vs. 1개월 후행 정제마진



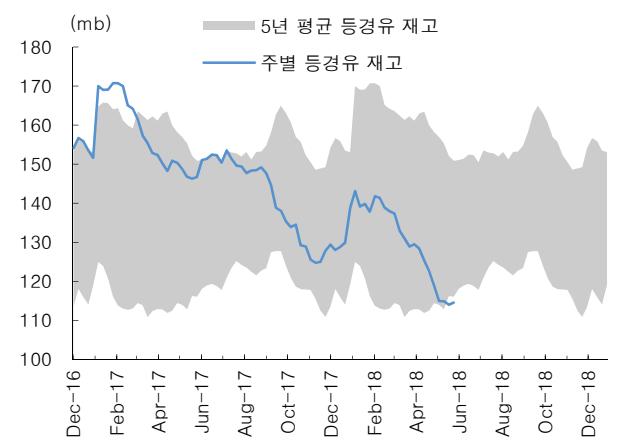
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 2] 일별 vs. 월별 아시아 정제마진



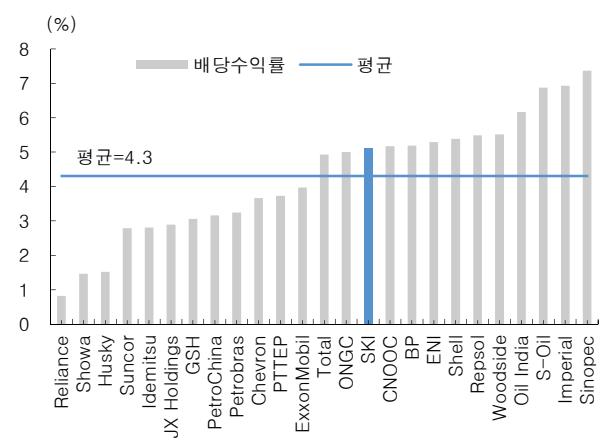
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 3] 미국 등경유 재고 감소



자료: EIA, 한국투자증권

[그림 4] Global peers: 배당수익률(2018F)



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 연간 실적 변경

| | 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 | (0.3) | 11.2 | 10.3 | (0.9) |
| 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 |
| KIS 추정 영업이익 변화(%) | | | | | | 24.7 | 32.5 | 35.3 | | 24.5 | 44.0 |
| | | | | | | 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 |
| 운활유 | 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 |
| 운활유 | 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 |
| 운활유 | 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 |

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 |

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 |

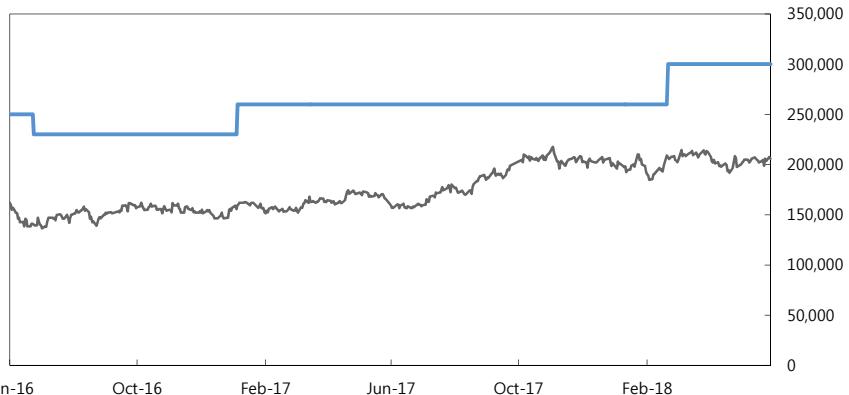
주요투자지표

| | 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 |

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호) | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과거율 | |
|-----------------|------------|------|----------|---------|-------------|
| | | | | 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 기관투자가 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 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 돋기 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.