

2017. 7. 28



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 240,000 원

현재주가 (7.27) 174,500 원

상승여력 37.5%

KOSPI 2,443.24pt

시가총액 161,352억원

발행주식수 9,247만주

유동주식비율 66.02%

외국인비중 41.27%

52주 최고/최저가 177,500원 / 139,000원

평균거래대금 501.9억원

주요주주(%)

SK(주) 외 2인 33.42

국민연금공단 9.99

자사주 0.56

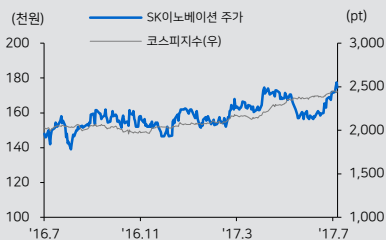
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 11.50 7.72 17.91

상대주가 8.86 -10.49 5.67

주가그래프



SK이노베이션 096770

순항 중인 정유업 대장주

- ✓ 2Q17 영업이익 4,212억원(-62.4% YoY)은 일시적 부진으로 펀더멘털 변화 없음
- ✓ 하반기 이익은 재고평가손실과 정기보수 등 일회성 요인이 해소되며 회복할 전망
- ✓ 정제마진 강세와 화학부문 업황 회복, 윤활기유 판매량 증가에 따라 순항하는 본업
- ✓ 8월 EAA사업 인수를 시작으로 인수합병을 통한 신규 사업 진출 기대감 유효
- ✓ 정유업 최선호주로 제시하며, 투자조건 Buy와 적정주가 24만원 유지

2Q17 영업이익 4,212억원: 재고평가손실, 정기보수 등 일회성 비용 반영

2Q17 영업이익은 4,212억원(석유 +125억원, 화학 +3,337억원, 윤활유 +1,202억원, 석유개발 +352억원, 기타 -804억원)을 기록했다. 2Q 중 유가약세에 따른 재고평가손실 -1,700억원과 정기보수의 기회손실비용 -500억원 등의 일회성 비용을 감안하면 시장 예상치에 부합했다는 해석이다.

3Q17 영업이익 8,627억원, 17년 연간 영업이익 3.1조원으로 추정

3분기 이익은 8,627억원(석유 +4,021억원, 화학 +3,841억원, 윤활유 +1,221억원, 석유개발 +262억원, 기타 -718억원)으로 실적은 연말까지 우상향을 예상한다. 석유와 화학부문의 이익이 회복될 전망이다. 정유는 디젤과 FO 마진 강세에 주목할 시기다. 지난 4월 인도는 황함량 규제(150bpm→50bpm)를 시작하며 디젤 순수출에서 순수입 국가로 변모했고, 글로벌 디젤 재고량까지 감소하며 마진 강세가 예상된다. FO는 경질유 공급 증가에 따른 생산량 하락과 고도화설비 증설 규모가 확대되며 마진의 구조적 강세를 전망한다.

화학은 벤젠과 P-X가 강세다. 중국의 ABS 수급 강세는 원재료 벤젠의 수요 증대로 귀결될 전망이다. 역내 벤젠의 신증설이 없고, SM-ABS의 재고량 정상화에 따라 연말까지 마진 강세는 지속될 전망이다. P-X는 18년 베트남 1개, 사우디 1개 설비가 신규 가동이 예상되나, 연평균 300만톤/연으로 증가하는 수요 증가량 대비 적은 공급 증가량은 마진 강세로 발현될 전망이다.

동사의 강화된 주주 친화적 정책(중간 배당금 지급 첫 시행)과 연간 추정 순이익은 2.3조원(+42% YoY)으로 기말 배당금 확대 가능성에 주목할 필요가 있다. 업황 반등에 따른 이익규모 회복과 고배당주로서의 매력을 감안하면 동사의 현 주가는 저평가라는 판단이다. 이에 정유업종 최선호주, 적정주가 24만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	48,356.3	1,979.6	814.9	8,748	N/A	151,809	14.9	0.9	5.7	5.3	84.0
2016	39,520.5	3,228.3	1,671.3	17,988	105.6	168,927	8.1	0.9	3.8	10.1	78.0
2017E	42,286.8	3,117.6	2,378.4	25,653	42.6	179,337	6.8	1.0	4.5	13.6	73.5
2018E	45,462.2	3,443.1	2,542.2	27,429	6.9	199,513	6.4	0.9	3.9	13.5	68.3
2019E	47,878.7	3,446.4	2,564.6	27,670	0.9	219,853	6.3	0.8	3.5	12.4	62.3

표1 SK이노베이션 2Q17 Earnings Review

(십억원)	2Q17P	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	10,561.1	10,280.2	2.7	11,387.1	-7.3	9,769.0	8.1	10,703.2	-1.3
영업이익	421.2	1,119.5	-62.4	1,004.3	-58.1	477.3	-11.8	567.2	-25.7
순이익(지배)	278.4	611.4	-54.5	847.0	-67.1	323.7	-14.0	381.9	-27.1

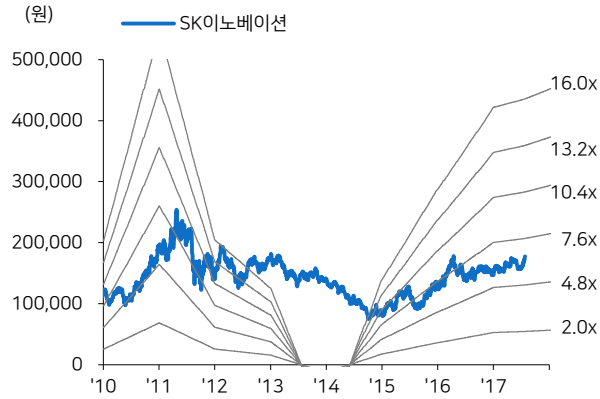
자료: WiseFn, SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK이노베이션 사업부문별 실적 추정치

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	9,458.2	10,280.2	9,703.0	10,079.1	11,387.1	10,561.1	9,642.5	10,696.1	39,520.5	42,286.8	45,462.2
에너지	6,646.0	7,442.5	7,025.2	7,256.1	8,063.6	7,387.6	6,283.1	7,212.8	28,369.8	28,947.1	30,726.7
종합화학	1,967.7	1,945.0	1,834.3	1,939.5	2,333.3	2,164.2	2,208.5	2,303.4	7,686.5	9,009.4	9,530.3
루브리컨츠	622.3	653.3	598.9	661.3	728.6	756.8	767.8	737.0	2,535.8	2,990.2	2,970.0
E&P	120.0	120.1	139.7	150.7	176.5	135.5	194.3	188.1	530.5	694.3	729.6
기타	102.2	119.3	104.9	71.5	85.1	116.9	188.9	254.9	397.9	645.7	1,505.5
영업이익	844.8	1,119.5	414.9	849.1	1,004.3	421.2	862.7	829.4	3,228.3	3,117.6	3,443.1
% OP	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.8%	4.0%	8.9%	7.8%	8.2%	7.4%	7.6%
에너지	392.4	614.3	9.5	609.4	453.9	12.5	402.1	444.0	1,625.6	1,312.5	1,844.8
종합화학	322.4	393.6	297.8	218.5	454.7	333.7	384.1	326.6	1,232.3	1,499.1	1,334.7
루브리컨츠	132.2	132.9	117.0	86.2	94.9	120.2	122.1	94.1	468.3	431.2	421.5
E&P	23	16.4	36.6	28.8	57.3	35.2	26.2	26.0	105.0	144.7	104.0
기타	-25.4	-37.7	-46.0	-93.7	-56.5	-80.4	-71.8	-61.2	-202.8	-269.8	-261.8
세전이익	740.0	901.2	430.8	351.4	1,163.0	433.2	866.5	833.1	2,423.4	3,295.8	3,460.7
순이익(지배주주)	555.9	611.4	360.0	144.1	847.0	278.4	638.8	614.1	1,671.3	2,378.4	2,542.2
% YoY											
매출액	-21.5%	-20.9%	-22.0%	-7.3%	20.4%	2.7%	-0.6%	6.1%	-18.3%	7.0%	7.5%
영업이익	163.0%	13.3%	14.0%	207.9%	18.9%	-62.4%	108.0%	-2.3%	63.1%	-3.4%	10.4%
세전이익	75.0%	5.7%	22.6%	흑전	57.2%	-51.9%	101.1%	137.1%	46.5%	36.0%	5.0%
당기순이익	89.9%	6.9%	136.4%	흑전	52.4%	-54.5%	77.4%	326.3%	105.1%	42.3%	6.9%
% QoQ											
매출액	-13.0%	8.7%	-5.6%	3.9%	13.0%	-7.3%	-8.7%	10.9%			
영업이익	206.3%	32.5%	-62.9%	104.7%	18.3%	-58.1%	104.8%	-3.9%			
세전이익	흑전	21.8%	-52.2%	-18.4%	231.0%	-62.8%	100.0%	-3.9%			
당기순이익	흑전	10.0%	-41.1%	-60.0%	488.0%	-67.1%	129.5%	-3.9%			

자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 12M Fwd. PER 밴드차트



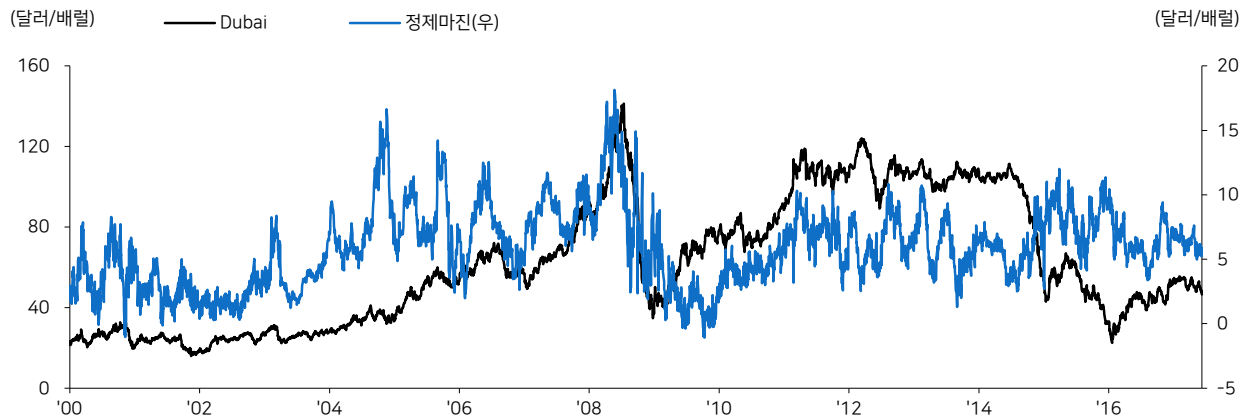
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드차트



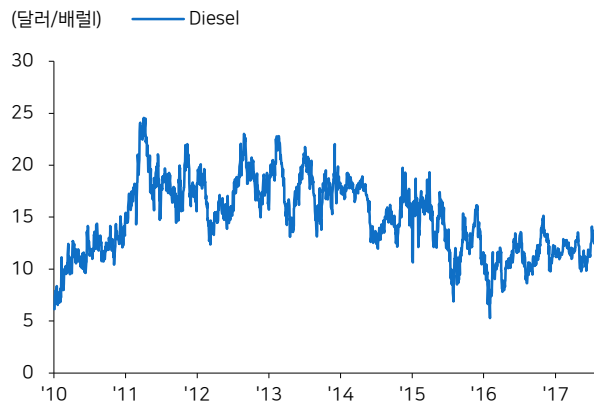
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 Dubai 유가와 정제마진 추이



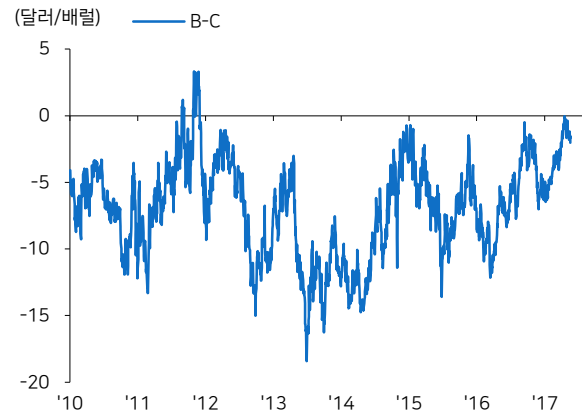
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 디젤 마진 추이



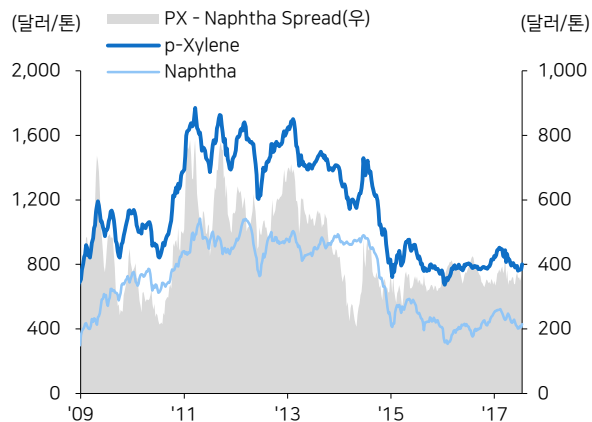
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 B-C 마진 추이



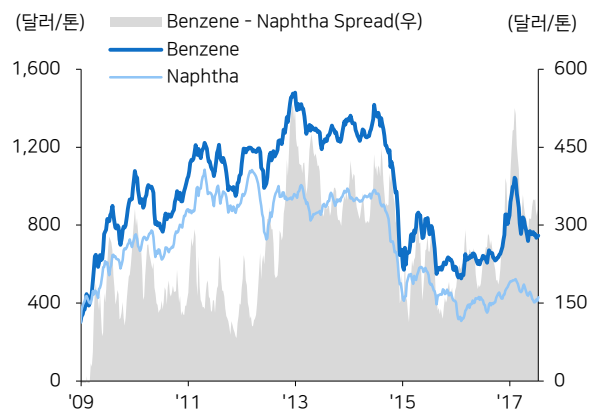
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 P-X 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 벤젠 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 2H17 PTA 설비 정기보수 일정

기업	생산능력 (천톤/연)	지역	기간
Formosa	550	Taiwan	two weeks in Aug
Mitsubishi Chemical	470	India	One week in Aug
BP	1,100	China	6.20-7.5
Luoyang PC	325	China	6.12-7.15
Hengli	2,200	China	shut on 6.23
Jialong	600	China	7.13-7.26
Yizheng PC	650	China	35 day since Aug
Honggang	1,500	China	two weeks since 9.10
Yisheng	2,250	China	17Q3
Tongkun	1,500	China	17Q3
Sanfangxiang	2,400	China	17Q4

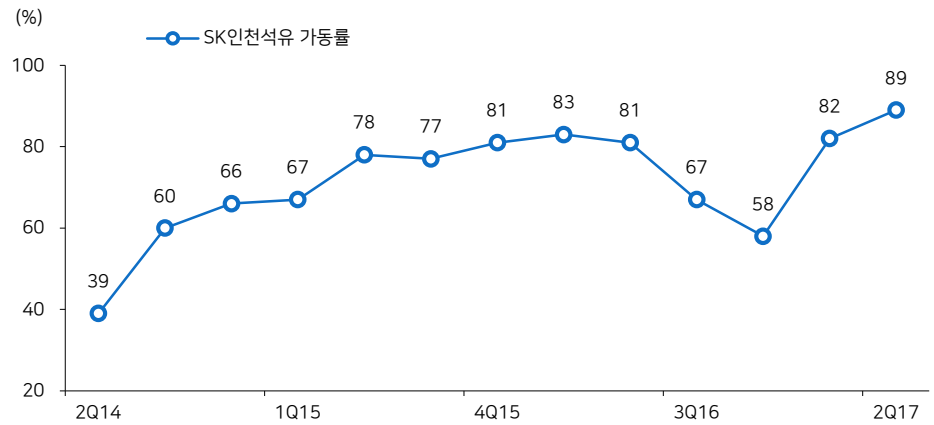
자료: CCFGroup, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 PTA 신규가동 및 가동중단 뒤 재가동 내역

기업	생산능력 (천톤/연)	지역	기간
JBF	2,200	인도	1Q17 재가동
Oriental Petrochemical	1,500	중국	3Q17 신규 가동
Chongqing Pengwei Petrochemical	900	중국	1Q17 재가동
Xianglu Petrochemical	1,500	중국	Unknown 재가동
Shaoxing Reignwood Petrochemical	1,400	중국	1Q17 재가동
Tongkun Group	2,200	중국	4Q17 신규 가동

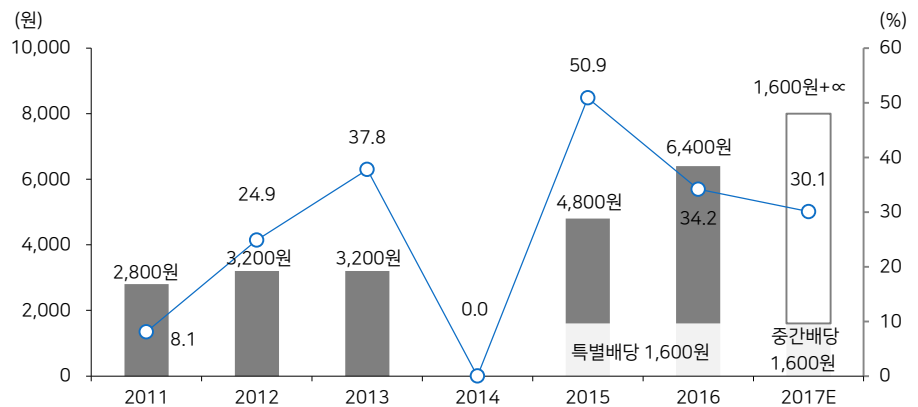
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 SK인천석유화학 가동 정상화



자료: SK이노베이션, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 고배당주로서 자리를 잡는 SK이노베이션



자료: SK이노베이션, 메리츠증권증권 리서치센터

SK 이노베이션(096770)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	48,356.3	39,520.5	42,286.8	45,462.2	47,878.7
매출액증가율 (%)	-26.6	-18.3	7.0	7.5	5.3
매출원가	44,196.8	34,561.7	37,736.7	40,496.6	42,829.5
매출총이익	4,159.5	4,958.8	4,550.1	4,965.5	5,049.2
판매비와관리비	2,179.9	1,730.5	1,432.4	1,522.4	1,602.8
영업이익	1,979.6	3,228.3	3,117.6	3,443.1	3,446.4
영업이익률 (%)	4.1	8.2	7.4	7.6	7.2
금융수익	-320.0	-289.9	17.9	-102.7	-76.8
종속/관계기업관련손익	257.0	-124.0	158.1	115.0	0.0
기타영업외손익	-262.4	-391.0	-118.7	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	1,654.1	2,423.4	3,295.8	3,460.7	3,209.6
법인세비용	656.6	701.9	819.6	799.8	778.0
당기순이익	867.7	1,721.4	2,443.8	2,620.9	2,643.9
지배주주지분 순이익	814.9	1,671.3	2,378.4	2,542.2	2,564.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,085.7	3,677.8	1,223.7	3,338.9	3,464.4
당기순이익(손실)	867.7	1,721.4	2,443.8	2,620.9	2,643.9
유형자산감가상각비	803.2	799.1	768.9	787.0	804.0
무형자산상각비	148.3	115.3	97.3	90.1	83.2
운전자본의 증감	1,547.3	241.3	-2,181.2	-159.0	-66.7
투자활동 현금흐름	-1,345.4	-2,056.1	-727.8	-1,337.2	-1,141.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-448.8	-607.0	-1,120.4	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의 감소(증가)	267.7	196.5	247.8	-153.0	-64.2
재무활동 현금흐름	-2,768.3	-2,018.6	-229.3	-937.3	-1,039.8
차입금증감	-3,109.3	-1,579.4	-168.8	-195.7	-298.2
자본의증가	-8.9	0.0	-1.5	0.0	0.0
현금의증가	81.1	-375.5	227.3	1,064.4	1,283.1
기초현금	2,938.6	3,019.7	2,644.2	2,871.5	3,935.9
기말현금	3,019.7	2,644.2	2,871.5	3,935.9	5,219.0

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	12,842.2	14,987.7	15,825.7	17,724.8	19,358.1
현금및현금성자산	3,019.7	2,644.2	2,871.5	3,935.9	5,219.0
매출채권	3,477.2	3,937.0	4,009.1	4,267.5	4,375.9
재고자산	3,559.8	4,445.3	5,073.9	5,400.9	5,538.1
비유동자산	18,517.7	17,593.6	17,554.1	17,830.0	18,007.1
유형자산	13,914.2	13,603.5	13,877.9	14,090.9	14,287.0
무형자산	1,663.1	1,272.3	1,185.4	1,095.3	1,012.1
투자자산	2,678.4	2,567.3	2,374.2	2,527.2	2,591.3
자산총계	31,359.8	32,581.3	33,379.8	35,554.9	37,365.2
유동부채	7,494.0	8,736.5	8,678.8	8,928.3	8,816.8
매입채무	2,754.3	4,207.7	3,539.3	3,767.4	3,863.0
단기차입금	389.3	21.9	27.3	27.3	27.3
유동성장기부채	1,655.4	1,678.1	1,577.5	1,277.5	977.5
비유동부채	6,819.5	5,539.7	5,460.0	5,506.4	5,525.9
사채	5,465.0	4,122.8	4,020.2	4,020.2	4,020.2
장기차입금	665.1	747.0	713.9	713.9	713.9
부채총계	14,313.5	14,276.3	14,138.8	14,434.7	14,342.6
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,884.2	5,884.2	5,882.7	5,882.7	5,882.7
기타포괄이익누계액	223.4	215.7	67.9	67.9	67.9
이익잉여금	9,449.6	10,670.8	11,708.7	13,509.4	15,332.4
비지배주주지분	1,156.6	1,201.9	1,249.1	1,327.8	1,407.1
자본총계	17,046.3	18,305.0	19,241.0	21,120.2	23,022.5

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	522,966	427,408	457,325	491,666	517,800
EPS(지배주주)	8,748	17,988	25,653	27,429	27,670
CFPS	33,010	44,076	44,968	47,684	47,526
EBITDAPS	31,699	44,803	43,085	46,722	46,866
BPS	151,809	168,927	179,337	199,513	219,853
DPS	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000
배당수익률(%)	3.7	4.4	4.7	4.7	4.7
Valuation(Multiple)					
PER	14.9	8.1	6.8	6.4	6.3
PCR	3.9	3.3	3.9	3.7	3.7
PSR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
PBR	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
EBITDA	2,931.1	4,142.7	3,983.9	4,320.2	4,333.5
EV/EBITDA	5.7	3.8	4.5	3.9	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.3	10.1	13.6	13.5	12.4
EBITDA 이익률	6.1	10.5	9.4	9.5	9.1
부채비율	84.0	78.0	73.5	68.3	62.3
금융비용부담률	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
이자보상배율(x)	7.4	12.8	14.4	16.4	17.0
매출채권회전율(x)	11.9	10.7	10.6	11.0	11.1
재고자산회전율(x)	11.0	9.9	8.9	8.7	8.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 7월 14일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 증가대비 4등급	<p>Buy 추천기준일 증가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 이노베이션(096770) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.10.05	산업분석	Buy	120,000	황유식	
2015.10.26	기업브리프	Buy	160,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	Buy	160,000	황유식	
2015.12.07	산업브리프	Buy	160,000	황유식	
2016.01.18	기업브리프	Buy	160,000	황유식	
2016.02.04	기업브리프	Buy	160,000	황유식	
2016.06.09	산업분석	Buy	220,000	노우호	
2016.06.28	산업브리프	Buy	220,000	노우호	
2016.07.25	기업브리프	Buy	220,000	노우호	
2016.09.06	산업분석	Buy	220,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	240,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	240,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	240,000	노우호	
2017.02.06	기업브리프	Buy	240,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	240,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	240,000	노우호	
2017.04.05	산업분석	Buy	240,000	노우호	
2017.04.26	기업브리프	Buy	240,000	노우호	
2017.05.30	산업분석	Buy	240,000	노우호	
2017.06.12	산업브리프	Buy	240,000	노우호	
2017.06.26	산업브리프	Buy	240,000	노우호	
2017.07.10	산업브리프	Buy	240,000	노우호	
2017.07.28	기업브리프	Buy	240,000	노우호	