

2017. 9. 27



## ▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02-6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 이민영

02-6098-6656

my.lee@meritz.co.kr

## Overweight

## Top Picks

SK이노베이션(096770) Buy 275,000원

## 관심종목

S-Oil(010950) Buy 165,000원

## 정유

## 여전히 유효한 정유업 매수 전략

- ✓ 3Q17E SK 이노베이션 1.0 조원, S-Oil 5,841 억원 영업이익으로 컨센서스 상회 전망
- ✓ 정제마진: 3년 내 고점까지 근접. 수급タイト, 제품별 낮은 재고량으로 강세 전망
- ✓ 배당주로 자리 잡는 정유기업: SK 이노베이션 DPS 8,000 원, S-Oil 6,200 원 예상
- ✓ 18년 정유기업 이익 체력 추가 확대: SK 이노베이션 18년 영업이익 3.5조원 예상
- ✓ 정유업 비중확대 전략과 SK 이노베이션 최선호주 유지, 적정주가 27.5만원 제시

## 3Q17E 업그레이드된 영업이익. 시장 예상치 상회할 전망

3Q17 정유 2 개사 영업이익은 2Q17 대비 증가한다. SK 이노베이션 1.0 조원, S-Oil 5,841 억원으로 시장 예상치를 상회하겠다. 이는 (1) 수요에 기반한 정제마진 개선, (2) 유가 상승, (3) 화학 스프레드 반등에 기인한다. 3 분기가 석유제품의 비수기임에 불구하고, 9 월 현재 복합정제마진은 8.0 달러/배럴로 14 년 이후 고점에 도달했다. 7 월 디젤 마진(13 달러/배럴) 반등과 8~9 월 미국 태풍 영향으로 정제설비 가동률 하락(현재 가동률 83%), 정제마진은 9.5 달러/배럴까지 상승했다. 유가는 주요 산유국의 순조로운 감산 이행에 따라 Dubai 유가는 54 달러/배럴까지 상승했다. 3Q17E 재고평가이익은 SK 이노베이션 576 억원, S-Oil 869 억원으로 추정한다. 11 월 OPEC 정례회의 개최 전까지 유효한 감산 스케줄과 원유 수급을 감안하면 유가는 연말 60 달러/배럴로 상승이 가능하다. 화학은 상반기 재고조정 기간이 종료된 6 월을 기점으로 반등했다. 주요 제품 가격(P-X +4% QoQ, 벤젠 +4% QoQ) 회복에 기인해, 화학부문 이익은 SK 이노베이션 +13% QoQ, S-Oil +97% QoQ 증가할 전망이다.

## 18년이 더 좋은 정유 업황, 증익 기조 지속!

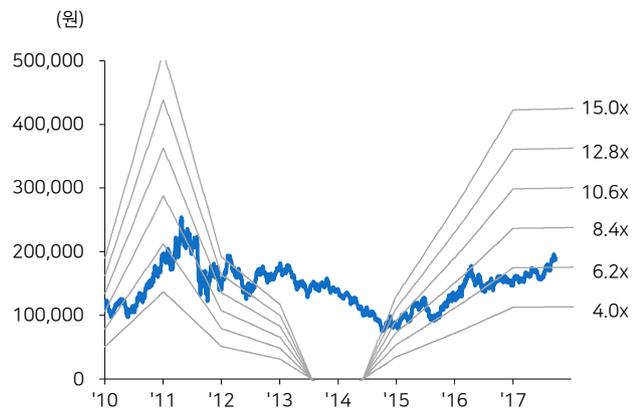
18 년에도 정유기업 실적은 증익이 지속되겠다. 수급에 근거한 펀더멘털 강화로 정제마진의 추가 상승이 다분하다. 유가 변동에 속는 우를 범하면 안된다. 정제마진이 핵심이다. 정제마진 강세는 수요 개선에서 비롯된다. 경기 회복으로 수요 전망치는 연간 150 만배럴/일 이상으로 상향 조정된 반면, 정제설비 신증설은 이에 미치지 못하기 때문이다. 19 년까지 연간 80 만배럴/일 규모 증설은 연간 150 만배럴/일 증가하는 수요 총당에 부족한 규모로, 마진 개선이 다분하다. 글로벌 석유제품 재고 수준과 제한된 신증설을 감안 시, 정제마진 강세는 2020 년까지도 지속되겠다. 18 년 정제마진은 9.7 달러/배럴로 예상하고, 화학업황 강세까지 전망되어, 18 년 연간 이익은 SK 이노베이션 3.5 조원(+4% YoY), S-Oil 2.1 조원(+43% YoY)을 추정한다. 기존 사업 강세를 반영한 추정치 변경과 고배당 프리미엄을 감안해 정유 2 개 기업에 대한 적정주가를 각각 27.5 만원과 16.5 만원으로 상향한다. 정유업종에 대해 투자의견 비중확대와 SK 이노베이션을 최선호주로 제시한다.

표1 커버리지 정유 기업 3Q17E 실적 추정치

(십억원)		3Q17E	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
SK이노베이션	매출액	10,899.2	9,703.0	12.3	10,561.1	3.2	11,365.9	-4.1
	영업이익	1,032.1	414.9	148.8	421.2	145.0	874.4	18.0
	순이익(지배)	763.8	360.0	112.2	278.4	174.4	612.8	24.6
S-Oil	매출액	5,128.2	4,137.9	23.9	4,665.0	9.9	4,786.8	7.1
	영업이익	584.1	116.2	402.7	117.3	398.0	425.8	37.2
	순이익(지배)	410.3	171.8	138.9	66.9	513.4	322.1	27.4

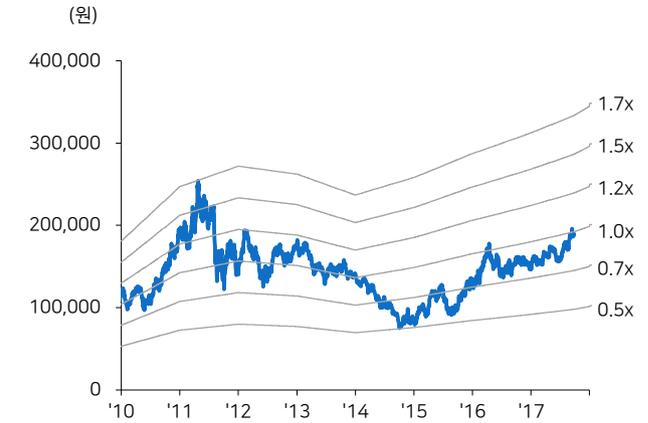
자료: 각 사, Fnguide, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드차트



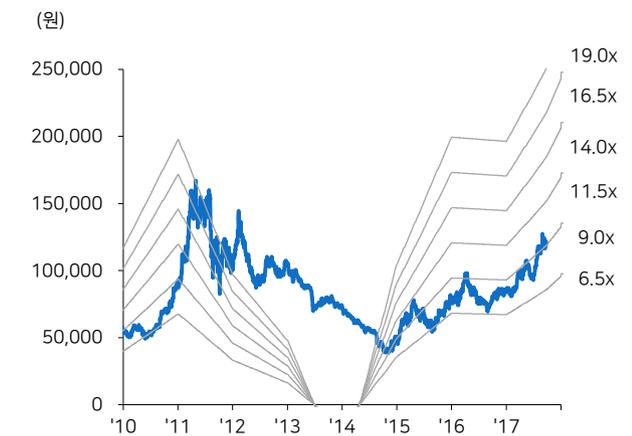
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드차트



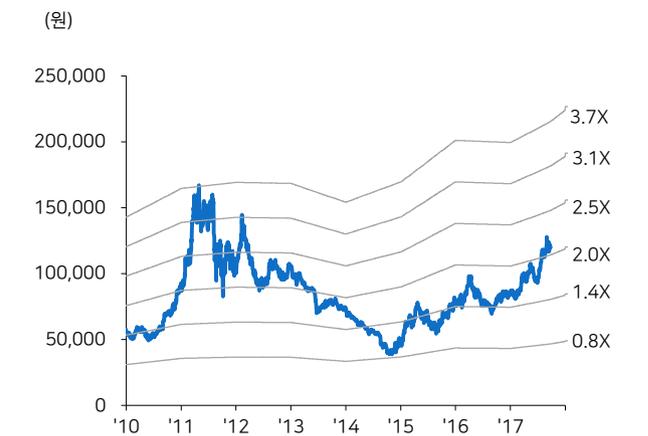
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 S-Oil PER 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 S-Oil PBR 12M Trailing PBR 밴드차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**표2 SK이노베이션 사업부문별 실적 추정치**

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	9,458.2	10,280.2	9,703.0	10,079.1	11,387.1	10,561.1	10,899.2	10,916.7	39,520.5	43,764.0	45,624.2
석유	6,646.0	7,442.5	7,025.2	7,256.1	8,063.6	7,387.6	7,472.4	7,390.1	28,369.8	30,313.8	30,856.8
화학	1,967.7	1,945.0	1,834.3	1,939.5	2,333.3	2,164.2	2,288.5	2,339.3	7,686.5	9,125.3	9,571.9
루브리컨츠	622.3	653.3	598.9	661.3	728.6	756.8	748.1	737.0	2,535.8	2,970.5	2,960.4
석유개발	120.0	120.1	139.7	150.7	176.5	135.5	201.2	195.4	530.5	708.7	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
<b>영업이익</b>	844.8	1,119.5	414.9	849.1	1,004.3	421.2	1,032.1	977.7	3,228.3	3,435.3	3,560.0
% OP	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.8%	4.0%	9.5%	9.0%	8.2%	7.8%	7.8%
석유	392.4	614.3	9.5	609.4	453.9	12.5	590.5	582.5	1,625.6	1,639.4	1,929.6
화학	322.4	393.6	297.8	218.5	454.7	333.7	379.1	335.3	1,232.3	1,502.8	1,376.4
루브리컨츠	132.2	132.9	117.0	86.2	94.9	120.2	102.4	94.1	468.3	411.6	411.8
석유개발	23.2	16.4	36.6	28.8	57.3	35.2	28.2	27.0	105.0	147.6	104.0
기타	-25.4	-37.7	-46.0	-93.7	-56.5	-80.4	-68.0	-61.2	-202.8	-266.1	-261.8
<b>세전이익</b>	740.0	901.2	430.8	351.4	1,163.0	425.3	1,036.1	982.4	2,423.4	3,606.8	3,579.2
<b>순이익(지배주주)</b>	555.9	611.4	360.0	144.1	847.0	278.4	763.8	724.2	1,671.3	2,613.5	2,629.7
% YoY											
매출액	-21.5%	-20.9%	-22.0%	-7.3%	20.4%	2.7%	12.3%	8.3%	-18.3%	10.7%	4.3%
영업이익	163.0%	13.3%	14.0%	207.9%	18.9%	-62.4%	148.8%	15.1%	63.1%	6.4%	3.6%
세전이익	75.0%	5.7%	22.6%	흑전	57.2%	-52.8%	140.5%	179.6%	46.5%	48.8%	-0.8%
당기순이익	89.9%	6.9%	136.4%	흑전	52.4%	-54.5%	112.2%	402.7%	105.1%	56.4%	0.6%
% QoQ											
매출액	-13.0%	8.7%	-5.6%	3.9%	13.0%	-7.3%	3.2%	0.2%			
영업이익	206.3%	32.5%	-62.9%	104.7%	18.3%	-58.1%	145.1%	-5.3%			
세전이익	흑전	21.8%	-52.2%	-18.4%	231.0%	-63.4%	143.6%	-5.2%			
당기순이익	흑전	10.0%	-41.1%	-60.0%	488.0%	-67.1%	174.4%	-5.2%			

자료: SK이노베이션, 메리츠증권리서치센터

**표3 SK이노베이션 적정주가 산출 내역: 기존 24만원 대비 14% 상향한 27.5만원**

사업가치 (A)	EBITDA('18년)	Fair Value	Multiple	비고
영업가치	4,437	24,694	5.6	Reliance 등 평균을 20% 할인
<b>자산가치 (B)</b>		<b>BV/시가</b>		<b>비고</b>
매도가능 금융자산		175		장부가치 30% 할인
총 기업가치 (C=A+B)		24,869		
순차입금/보증 (D)		-773		2018년 말 기준 추정 순차입금
우선주가치 (E)		171		9/26일 증가 기준
적정 시가총액 (C-D-E)		25,471		
발행주식수 (천주)		92,466		
주당 주주가치(원)		275,464		
<b>적정주가(원)</b>		<b>275,000</b>		

자료: 메리츠증권리서치센터

표4 S-Oil 사업부문별 실적 추정치

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>3,428.4</b>	<b>4,198.4</b>	<b>4,137.9</b>	<b>4,557.1</b>	<b>5,200.2</b>	<b>4,665.0</b>	<b>5,128.2</b>	<b>5,210.8</b>	<b>16,321.8</b>	<b>20,204.1</b>	<b>21,296.3</b>
정유	2,467.0	3,215.3	3,187.4	3,594.5	4,044.0	3,698.6	3,903.5	4,046.2	12,464.2	15,692.3	15,869.7
석유화학	636.0	637.3	628.6	642.1	771.4	560.6	719.5	704.8	2,544.0	2,756.2	3,414.1
윤활기유	325.4	345.8	321.9	320.5	384.7	405.8	505.2	459.8	1,313.6	1,755.5	2,012.4
<b>영업이익</b>	<b>491.8</b>	<b>640.9</b>	<b>116.2</b>	<b>368.0</b>	<b>333.5</b>	<b>117.3</b>	<b>584.1</b>	<b>456.9</b>	<b>1,616.9</b>	<b>1,491.7</b>	<b>2,143.6</b>
% OP	14.3%	15.3%	2.8%	8.1%	6.4%	2.5%	11.4%	8.8%	9.9%	7.4%	10.1%
정유	219.8	374.8	-123.4	287.7	100.2	-84.9	328.5	258.0	758.9	601.8	1,087.6
석유화학	144.1	140.0	142.2	90.8	139.6	72.8	144.8	124.4	517.1	481.5	642.6
윤활기유	127.5	128.0	97.4	65.5	84.1	129.4	110.8	74.5	418.4	398.9	413.4
<b>세전이익</b>	<b>570.4</b>	<b>585.4</b>	<b>227.1</b>	<b>192.2</b>	<b>519.9</b>	<b>71.1</b>	<b>547.1</b>	<b>424.9</b>	<b>1,575.1</b>	<b>1,563.0</b>	<b>2,290.6</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>433.3</b>	<b>443.6</b>	<b>171.8</b>	<b>156.7</b>	<b>393.9</b>	<b>66.9</b>	<b>410.3</b>	<b>318.7</b>	<b>1,205.4</b>	<b>1,189.8</b>	<b>1,717.9</b>
% YoY											
매출액	-21.6%	-18.4%	-6.5%	15.4%	51.7%	11.1%	23.9%	14.3%	-8.8%	23.8%	5.4%
영업이익	106.6%	5.7%	621.7%	흑전	-32.2%	-81.7%	402.7%	24.1%	97.8%	-7.7%	43.7%
세전이익	105.0%	4.7%	흑전	479.0%	-8.9%	-87.9%	141.0%	121.0%	93.8%	-0.8%	46.5%
당기순이익	105.1%	3.4%	흑전	343.8%	-9.1%	-84.9%	138.8%	103.4%	90.9%	-1.3%	44.4%
% QoQ											
매출액	-13.1%	22.5%	-1.4%	10.1%	14.1%	-10.3%	9.9%	1.6%			
영업이익	흑전	30.3%	-81.9%	216.7%	-9.4%	-64.8%	398.1%	-21.8%			
세전이익	1618.1%	2.6%	-61.2%	-15.3%	170.5%	-86.3%	669.5%	-22.3%			
당기순이익	1127.5%	2.4%	-61.3%	-8.8%	151.4%	-83.0%	513.2%	-22.3%			

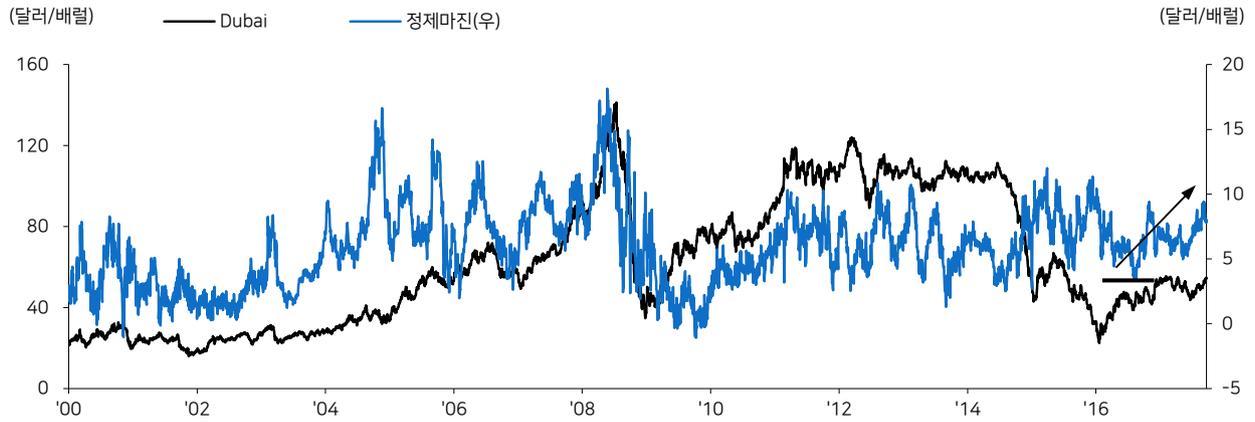
자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

표5 S-Oil 적정주가 산출 내역: 기존 14.5만원 대비 13% 상향한 16.5만원

사업가치 (A)	EBITDA('18년)	Fair Value	Multiple	비고
영업가치	3,390	22,882	6.8	Thai Oil 등 평균을 10% 할인
자산가치 (B)	BV/시가		비고	
조인트벤처기업		19		에스-오일토탈윤활유(주) 20% 할인
매도가능 금융자산		76		대한승유관공사 장부가격 20% 할인
총 기업가치 (C=A+B)		22,902		
순차입금/보증 (D)		3,971		2018년 말 기준 추정 순차입금
우선주가치 (E)		404		9/26일 종가 기준
적정 시가총액 (C-D-E)		18,527		
발행주식수 (천주)		112,582		
주당 주주가치(원)		164,562		
<b>적정주가(원)</b>		<b>165,000</b>		

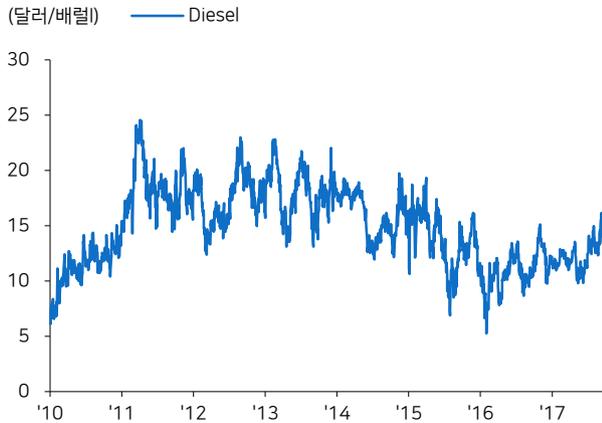
자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림5 정유기업 매수 전략은 여전히 유효: 구조적으로 개선된 정제마진과 유가의 추세적 상승으로 정유부문 이익 확대**



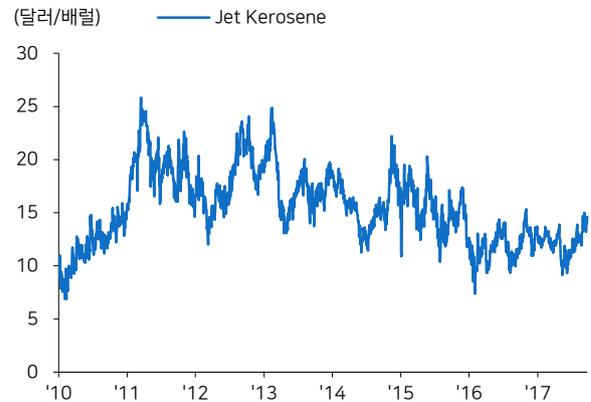
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림6 디젤 마진 개선**



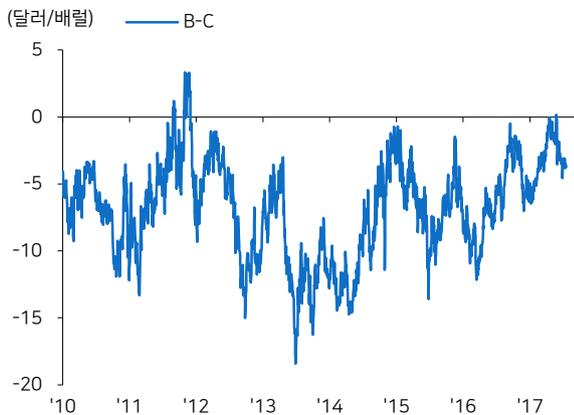
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림7 Jet Kerosene 마진 개선**



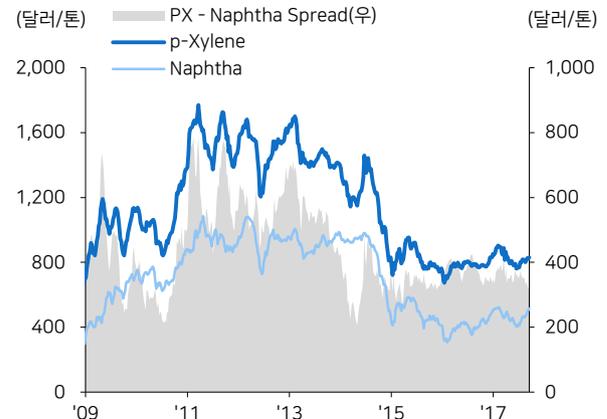
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림8 수요 확대에 따른 B-C 마진 개선**



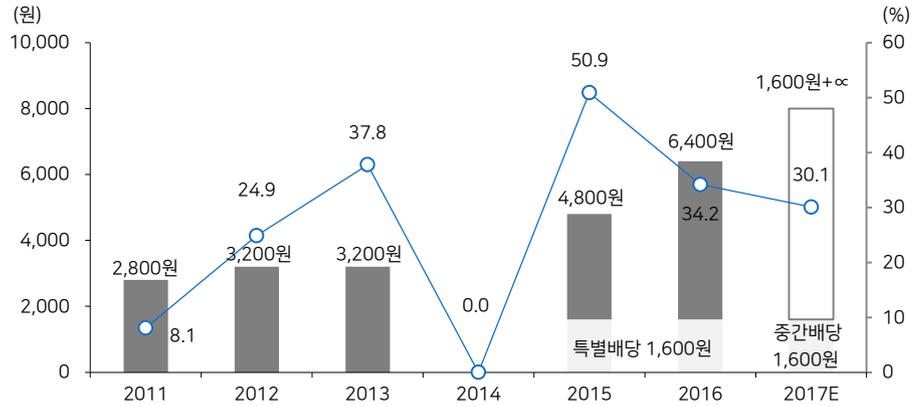
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림9 P-X 스프레드: 일시적 조정으로 판단**



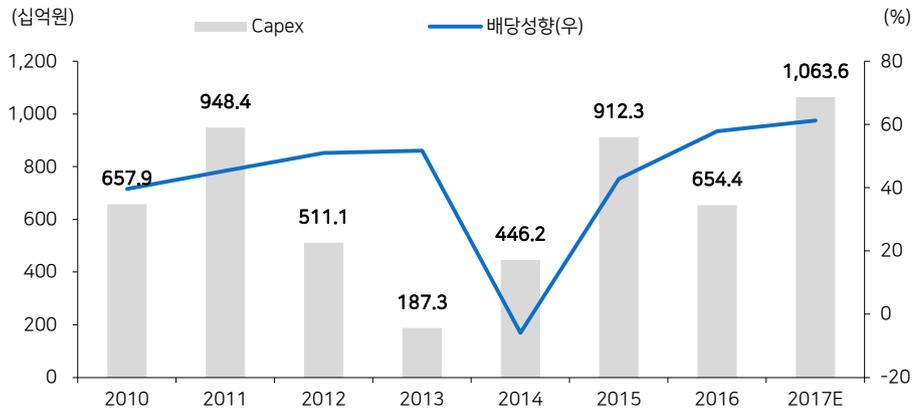
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 SK이노베이션: 고배당주로서 변모를 꾀하는 중



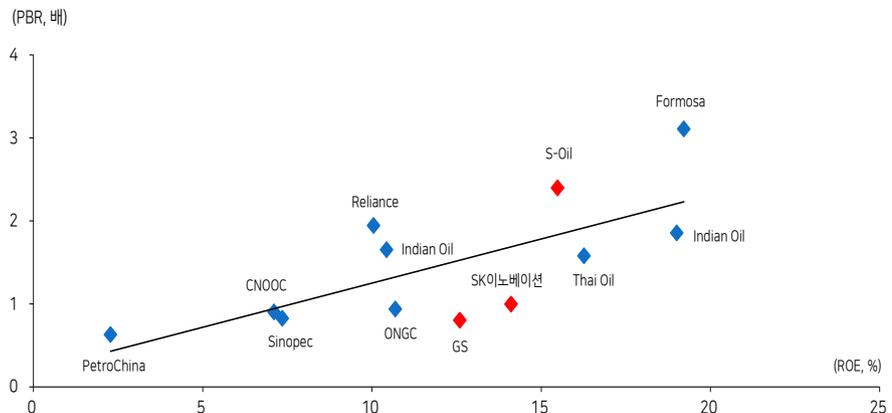
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림11 S-Oil의 Capex와 배당성향 추이



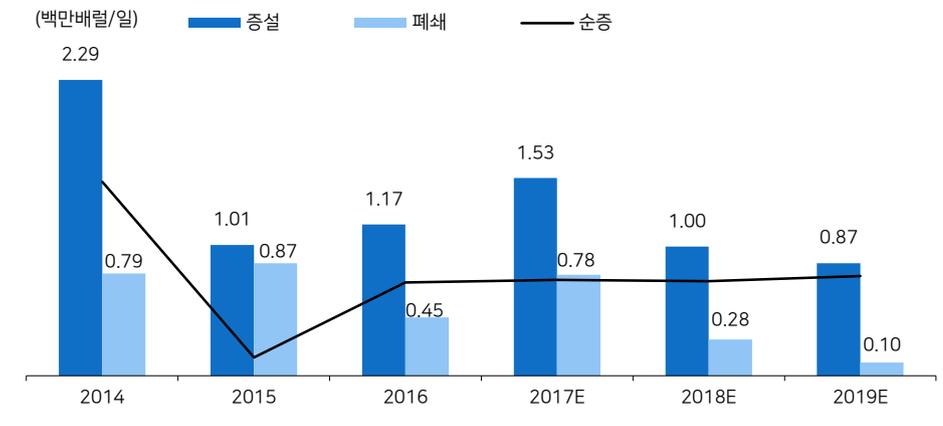
자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

그림12 글로벌 정유기업들의 ROE와 PBR 배수



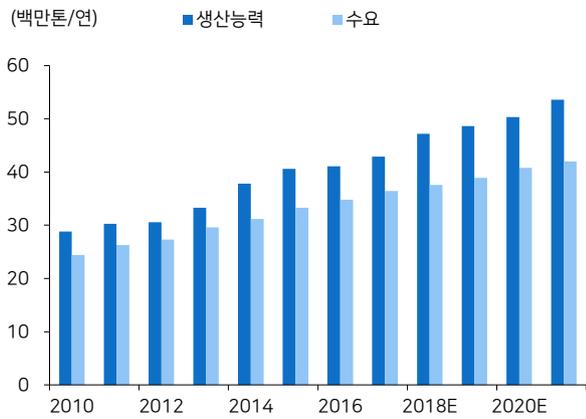
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 향후 2-3년간 수급 강세로 전환: 글로벌 정제설비 신증설 규모가 적어 타이트한 수급 전망



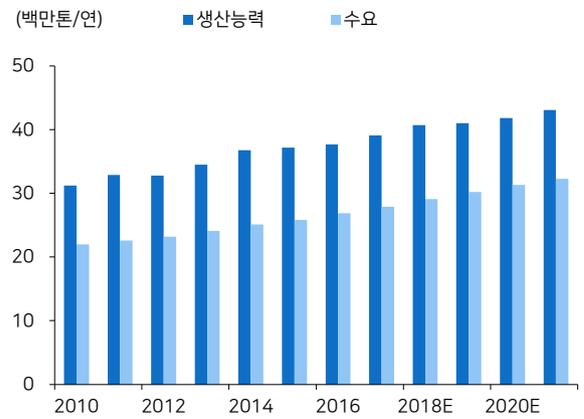
자료: S-Oil, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 아시아 P-X 수급 현황



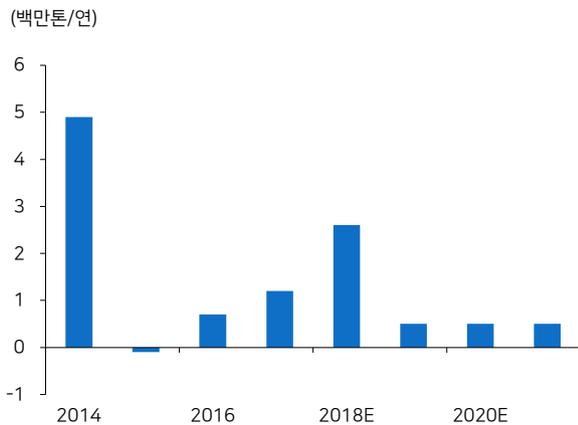
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 아시아 벤젠 수급 현황



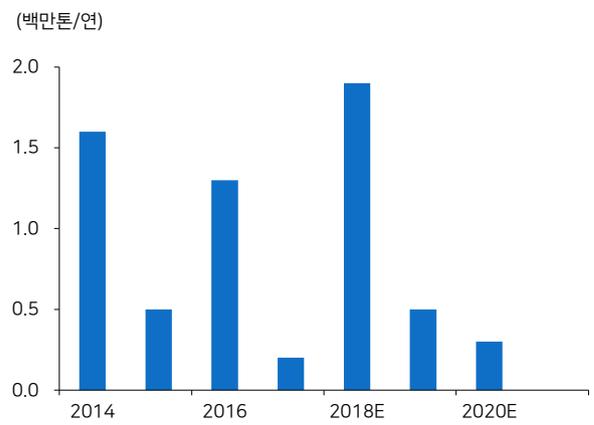
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 아시아 윤활기유 설비 증분 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 글로벌 윤활기유 설비 증분 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 9월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 9월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 9월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호,이민영)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p><b>Trading Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
<b>산업</b>	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

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

**SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.05	산업브리프	Buy	120,000	황유식	-16.2	-24.2	
2015.10.26	기업브리프	Buy	160,000	황유식	-26.7	-28.4	
2015.11.10	산업분석	Buy	160,000	황유식	-24.1	-28.8	
2015.12.07	산업브리프	Buy	160,000	황유식	-22.8	-28.8	
2015.12.23	산업분석	Buy	160,000	황유식	-21.6	-28.8	
2016.01.18	기업브리프	Buy	160,000	황유식	-20.8	-28.8	
2016.02.04	기업브리프	Buy	160,000	황유식	-10.9	-28.8	
2016.06.09	산업분석	Buy	220,000	노우호	-33.5	-37.0	
2016.06.28	산업브리프	Buy	220,000	노우호	-34.4	-38.0	
2016.07.25	기업브리프	Buy	220,000	노우호	-33.4	-38.0	
2016.09.06	산업분석	Buy	220,000	노우호	-32.4	-38.0	
2016.10.11	기업분석	Buy	240,000	노우호	-34.6	-36.9	
2016.11.17	산업분석	Buy	240,000	노우호	-35.6	-39.0	
2017.01.11	산업분석	Buy	240,000	노우호	-35.1	-39.0	
2017.02.06	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-35.2	-39.0	
2017.02.06	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-35.2	-39.0	
2017.03.03	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-34.8	-39.0	
2017.04.05	산업분석	Buy	240,000	노우호	-34.5	-39.0	
2017.04.26	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.8	-39.0	
2017.05.30	산업분석	Buy	240,000	노우호	-33.7	-39.0	
2017.06.12	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.7	-39.0	
2017.06.26	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.7	-39.0	
2017.07.10	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.4	-39.0	
2017.07.28	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-32.3	-39.0	
2017.09.13	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-31.8	-39.0	
2017.09.27	산업브리프	Buy	275,000	노우호	-	-	

S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	피리얼(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.05	산업브리프	Buy	75,000	황유식	0.8	-27.7	
				담당자 변경			
2016.06.09	산업분석	Buy	110,000	노우호	-27.8	-31.2	
2016.06.28	산업브리프	Buy	110,000	노우호	-28.9	-31.6	
2016.07.26	기업브리프	Buy	110,000	노우호	-30.5	-36.9	
2016.09.06	산업분석	Buy	110,000	노우호	-30.3	-36.9	
2016.10.11	기업분석	Buy	130,000	노우호	-36.8	-38.5	
2016.10.28	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-36.6	-39.6	
2016.11.17	산업분석	Buy	130,000	노우호	-35.6	-39.6	
2017.01.11	산업분석	Buy	130,000	노우호	-35.5	-39.6	
2017.02.03	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-33.4	-39.6	
2017.04.19	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-31.5	-39.6	
2017.05.30	산업분석	Buy	130,000	노우호	-31.1	-39.6	
2017.06.12	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-30.8	-39.6	
2017.06.26	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-30.6	-39.6	
2017.07.10	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-29.8	-39.6	
2017.07.27	기업브리프	Buy	145,000	노우호	-17.9	-22.4	
2017.09.27	산업브리프	Buy	165,000	노우호	-	-	