



△ 정유/화학

Analysts 노우호

02-6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 이민영

02-6098-6656

my.lee@meritz.co.kr

Buy**적정주가 (12개월)** 275,000 원**현재주가 (11.2)** 204,500 원**상승여력** 34.5%

KOSPI 2,546.36pt

시가총액 189,092억원

발행주식수 9,247만주

유동주식비율 66.02%

외국인비중 41.37%

52주 최고/최저가 210,000원/146,500원

평균거래대금 494.3억원

주요주주(%)

SK 외 2 인 33.42

국민연금 10.23

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 2.8 17.5 29.0

상대주가 -3.4 2.5 0.3

주가그래프

SK이노베이션 096770

연간 3 조원이 거뜬한 이익 체력, 미래를 대비한 선제적 투자까지 결정

- ✓ 높은 이익 체력으로 +129% QoQ 개선된 3Q17 영업이익 9,636 억원 달성
- ✓ 일회적 비용 발생(임금체제 변경 및 지방세납부 등)으로 시장 예상치는 소폭 하회
- ✓ 4Q17 영업이익 9,870 억원, 17년 연간 이익 3.3 조원, DPS 8,000 원 예상
- ✓ 정유업 호황 지속과 배당 모멘텀 및 신규 투자 모멘텀까지 고려하면 과도한 저평가
- ✓ 정유업종 최선후주로 재차 제시하고, 투자의견 Buy와 적정주가 27.5 만원을 유지

3Q17 영업이익 9,636 억원: 일회적 비용에 빛을 바랜 실적 서프라이즈

3Q17 일회적 비용 발생(지방세 -100 억원, 임금체제 변경에 따른 급여차액 -400 억원, 파생상품 손실 -360 억원)으로 영업이익은 시장 예상치를 소폭 하회했다. 정유 이익은 5,264 억원으로 QoQ 개선 폭이 가장 컸다. 이는 유가 상승(Dubai 기준 6 달러/배럴)에 따른 재고이익 1,100 억원이 발생, 마진 개선 효과에 기인한다. 화학은 P-X 스프레드가 축소됨에 불구하고, 주요 제품 마진 개선에 힘입어 2분기 수준의 이익을 창출했다. E&P는 447 억원(+27% QoQ)을 달성했다.

4Q17 9,870 억원을 예상, 연간 3 조원의 이익 규모 확보

4Q17 영업이익 9,870 억원을 예상한다. 정유 이익은 5,287 억원으로 이익 확대를 주도하겠다. 이는 유가 상승에 따른 재고평가금액 828 억원을 비롯해 견고한 정제마진이 유지된다는 전망이다. 화학은 P-X 유도품 수급 회복이 예상하고, 스프레드 회복으로 3,353 억원 이익을 달성하겠다. 17년 연간 이익 3.3 조원(+5% YoY), 순이익 2.5 조원(+52% YoY)을 예상한다.

화학업종 최선후주, 정유업종 Up-cycle 가운데 주가 저평가 매력 보유

동사의 주가는 바겐 세일이라 할 만큼 저평가 상태이며 추가 상승여력을 보유했다. (1) 배당 모멘텀이다. 안정된 이익을 기반한 현금 창출능력이 확대와 배당여력을 보유했다. 당사는 SK 이노베이션의 17년 DPS 8,000 원을 예상, 시가배당률 3.9% 수준으로 배당매력이 높다. (2) 해를 거듭하며 강화되는 정유업 환경이다. 제한된 증설 규모에 글로벌 수요 개선으로 타이트한 수급은 Snowball 효과처럼 가중될 전망이고, 정제마진 또한 견고해지겠다. (3) 분리막 등 신규사업 및 VRDS 투자로 신규 이익 창출 능력은 배가 되겠다. 이에 동사를 정유업 최선후주로 재차 제시하고, 적정주가는 27.5 만원을 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	9,318	-260.4	151,810	14.9	0.9	5.7	5.3	84.0
2016	39,520.5	3,228.3	1,671.3	18,530	98.9	168,927	8.1	0.9	3.8	10.1	78.0
2017E	45,639.0	3,376.1	2,538.7	28,046	51.4	182,869	6.8	1.0	4.6	14.3	72.3
2018E	46,266.5	3,467.9	2,636.1	28,422	1.3	203,243	6.8	0.9	4.2	13.3	65.4
2019E	47,448.1	3,575.0	2,639.0	29,336	3.2	224,410	6.6	0.8	3.9	12.5	62.7

표1 SK이노베이션 3Q17 Earnings Review

(십억원)	3Q17	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	11,758.9	9,703.0	21.2	10,561.1	11.3	10,899.2	7.9	11,125.9	5.7
영업이익	963.6	414.9	132.3	421.2	128.8	1,032.1	-6.6	1,052.6	-8.5
순이익(지배)	682.8	360.0	89.7	278.4	145.3	763.8	-10.6	717.6	-4.8

자료: WiseFn, SK이노베이션, 메리츠종금증권 리서치센터

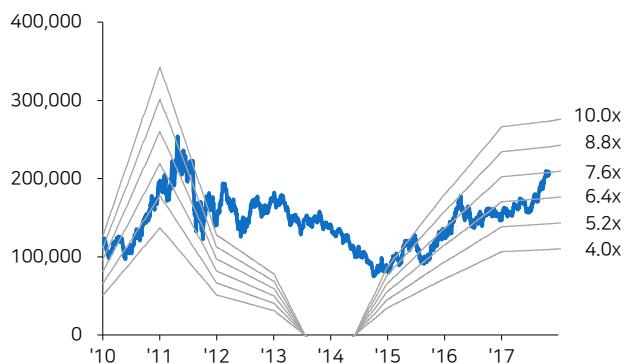
표2 SK이노베이션 사업부문별 실적 추정치

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	9,458.2	10,280.2	9,703.0	10,079.1	11,387.1	10,561.1	11,758.8	11,932.1	39,520.5	45,639.0	46,266.5
석유	6,646.0	7,442.5	7,025.2	7,256.1	8,063.6	7,387.6	8,428.5	8,475.5	28,369.8	32,355.2	32,158.7
화학	1,967.7	1,945.0	1,834.3	1,939.5	2,333.3	2,164.2	2,291.7	2,371.0	7,686.5	9,160.2	9,729.5
루브리컨츠	622.3	653.3	598.9	661.3	728.6	756.8	750.1	744.8	2,535.8	2,980.3	2,964.3
석유개발	120.0	120.1	139.7	150.7	176.5	135.5	150.1	177.0	530.5	639.1	703.7
기타	102.2	119.3	104.9	71.5	85.1	116.9	138.5	163.8	397.9	504.3	710.3
영업이익	844.8	1,119.5	414.9	849.1	1,004.3	421.2	963.6	987.0	3,228.3	3,376.1	3,467.9
% OP	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.8%	4.0%	8.2%	8.3%	8.2%	7.4%	7.5%
석유	392.4	614.3	9.5	609.4	453.9	12.5	526.4	582.7	1,625.6	1,575.5	1,700.2
화학	322.4	393.6	297.8	218.5	454.7	333.7	326.0	335.3	1,232.3	1,449.7	1,376.4
루브리컨츠	132.2	132.9	117.0	86.2	94.9	120.2	144.1	101.9	468.3	461.1	415.7
석유개발	23.2	16.4	36.6	28.8	57.3	35.2	44.7	24.4	105.0	161.6	100.3
기타	-25.4	-37.7	-46.0	-93.7	-56.5	-80.4	-77.6	-57.3	-202.8	-271.8	-124.6
세전이익	740.0	901.2	430.8	351.4	1,163.0	425.3	977.1	990.8	2,423.4	3,556.2	3,332.8
순이익(지배주주)	555.9	611.4	360.0	144.1	847.0	278.4	682.8	730.4	1,671.3	2,538.6	2,636.1
% YoY											
매출액	-21.5%	-20.9%	-22.0%	-7.3%	20.4%	2.7%	21.2%	18.4%	-18.3%	15.5%	1.4%
영업이익	163.0%	13.3%	14.0%	207.9%	18.9%	-62.4%	132.3%	16.2%	63.1%	4.6%	2.7%
세전이익	75.0%	5.7%	22.6%	흑전	57.2%	-52.8%	126.8%	181.9%	46.5%	46.7%	-6.3%
당기순이익	89.9%	6.9%	136.4%	흑전	52.4%	-54.5%	89.7%	407.0%	105.1%	51.9%	3.8%
% QoQ											
매출액	-13.0%	8.7%	-5.6%	3.9%	13.0%	-7.3%	11.3%	1.5%			
영업이익	206.3%	32.5%	-62.9%	104.7%	18.3%	-58.1%	128.8%	2.4%			
세전이익	흑전	21.8%	-52.2%	-18.4%	231.0%	-63.4%	129.8%	1.4%			
당기순이익	흑전	10.0%	-41.1%	-60.0%	488.0%	-67.1%	145.3%	7.0%			

자료: SK이노베이션, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 12M Fwd. PER 밴드차트

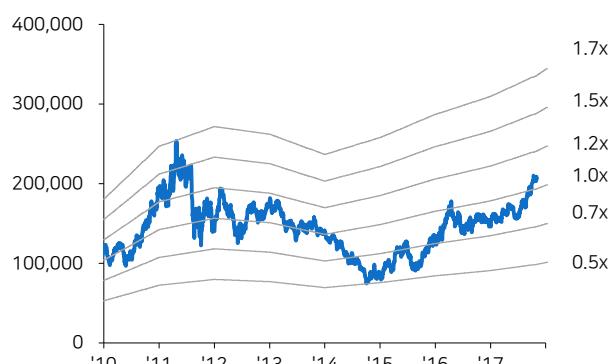
(원)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드차트

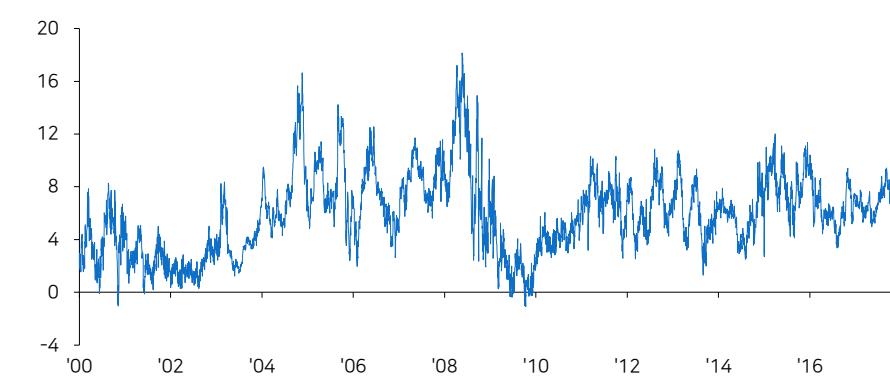
(원)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

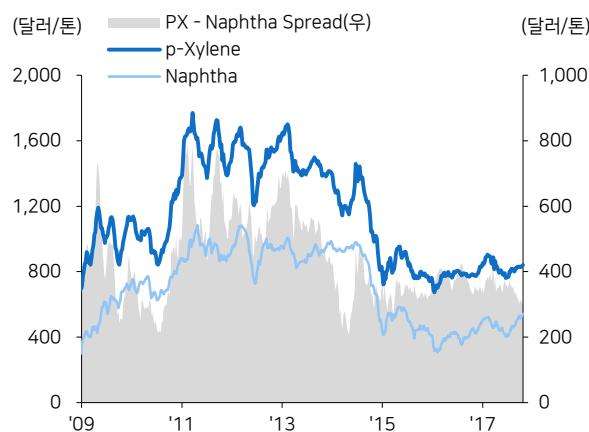
그림3 경기개선과 유가 상승에 따른 정제마진 개선

(달러/배럴) 정제마진



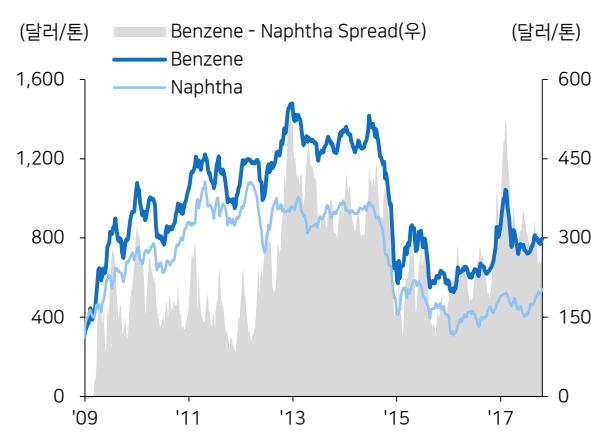
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 P-X 스프레드 추이



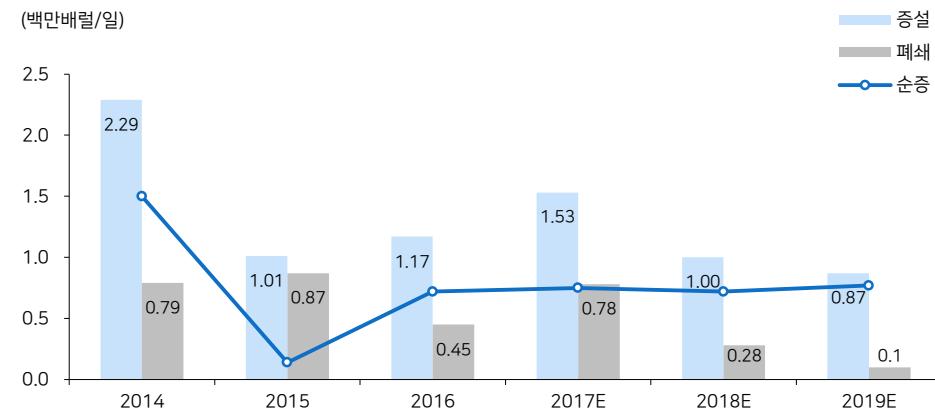
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 벤젠 스프레드 추이



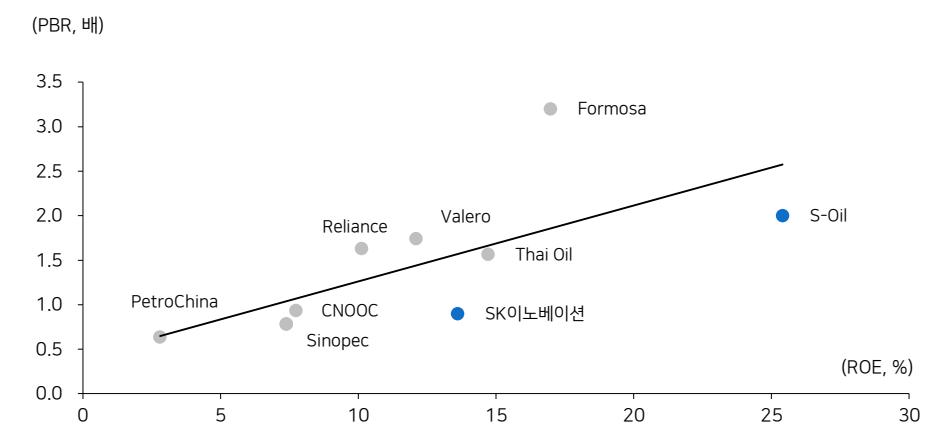
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 향후 2-3년간 수급 강세로 전환: 글로벌 정제설비 신증설 규모가 적어 타이트한 수급 전망



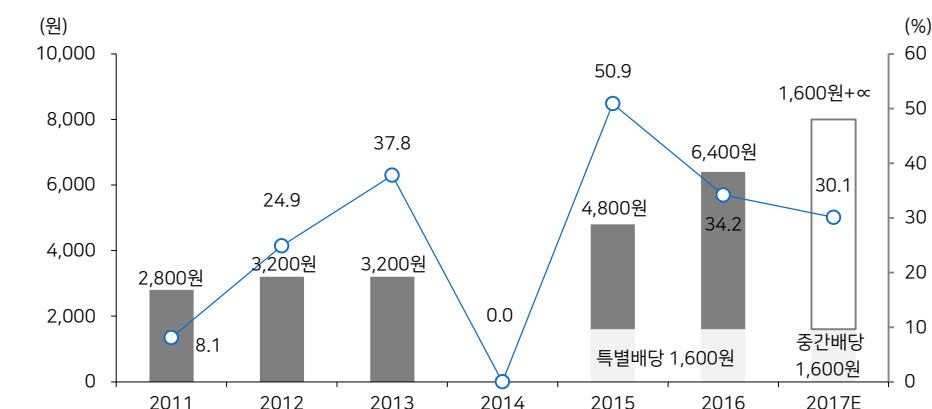
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 글로벌 정유사 대비 바겐 세일 중인 SK이노베이션



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 SK이노베이션: 고배당주로서 변모하는 중



자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	48,356.3	39,520.5	45,639.0	46,266.5	47,448.1
매출액증가율 (%)	-26.6	-18.3	15.5	1.4	2.6
매출원가	44,196.8	34,561.8	40,617.2	41,249.2	42,283.7
매출총이익	4,159.5	4,958.8	5,021.9	5,017.3	5,164.4
판매관리비	2,179.9	1,730.5	1,645.8	1,549.4	1,589.4
영업이익	1,979.6	3,228.3	3,376.1	3,332.8	3,575.0
영업이익률	4.1	8.2	7.4	7.5	7.5
금융손익	-320.0	-289.9	36.4	-90.2	-86.0
증속/관계기업순익	257.0	-124.0	277.1	115.0	0.0
기타영업외순익	-262.4	-391.0	-81.7	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	1,654.1	2,423.4	3,556.2	3,480.8	3,592.1
법인세비용	656.6	701.9	966.1	808.8	807.6
당기순이익	867.7	1,721.4	2,601.3	2,636.1	2,720.7
지배주주지분 순이익	814.9	1,671.3	2,538.7	2,636.1	2,639.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	4,085.7	3,677.8	2,390.0	3,679.1	3,641.8
당기순이익(손실)	867.7	1,721.4	2,601.3	2,636.1	2,720.7
유형자산상각비	803.2	799.1	793.0	836.2	928.7
무형자산상각비	148.3	115.3	101.8	95.9	88.3
운전자본의 증감	1,560.5	268.0	-1,161.1	110.9	-95.8
투자활동 현금흐름	-1,345.4	-2,056.1	-1,486.9	-1,850.6	-2,408.7
유형자산의증가(CAPEX)	-448.8	-607.0	-1,294.7	-2,150.0	-2,150.0
투자자산의감소(증가)	267.7	196.5	-258.9	148.9	-128.6
재무활동 현금흐름	-2,768.3	-2,018.6	-1,383.8	-446.0	-441.5
차입금의 증감	-3,109.3	-1,579.4	-722.3	297.6	302.1
자본의 증가	-8.9	0.0	-1.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	81.1	-375.5	-488.6	1,382.5	791.6
기초현금	2,938.6	3,019.7	2,644.2	2,155.6	3,538.1
기말현금	3,019.7	2,644.2	2,155.6	3,538.1	4,329.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	12,842.2	14,987.7	15,494.0	16,195.4	17,575.4
현금및현금성자산	3,019.7	2,644.2	2,155.6	3,538.1	4,329.7
매출채권	3,477.2	3,937.0	4,287.2	4,068.2	4,257.4
재고자산	3,559.8	4,445.3	5,069.2	4,810.3	5,033.9
비유동자산	18,517.7	17,593.6	18,280.2	19,349.3	20,610.9
유형자산	13,914.2	13,603.5	14,050.0	15,363.8	16,585.1
무형자산	1,663.1	1,272.3	1,203.1	1,107.2	1,018.9
투자자산	2,678.4	2,567.3	2,915.6	2,766.7	2,895.3
자산총계	31,359.8	32,581.3	33,774.2	35,544.7	38,186.3
유동부채	7,494.0	8,736.6	8,629.9	8,303.1	8,678.6
매입채무	2,754.3	4,207.7	4,312.9	4,092.7	4,282.9
단기차입금	389.3	21.9	25.4	25.4	25.4
유동성장기부채	1,655.4	1,678.1	1,125.8	1,075.8	1,025.8
비유동부채	6,819.5	5,539.7	5,544.9	5,749.6	6,038.7
사채	5,465.0	4,122.8	3,949.4	4,049.4	4,149.4
장기차입금	665.1	747.0	707.8	857.8	1,007.8
부채총계	14,313.5	14,276.3	14,174.8	14,052.7	14,717.3
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	118.1	118.1	118.1
이익잉여금	9,449.6	10,670.8	12,007.2	13,820.6	15,716.0
비지배주주지분	1,156.6	1,201.9	1,259.0	1,338.1	1,419.7
자본총계	17,046.3	18,305.1	19,599.5	21,492.0	23,469.0

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
SPS	522,966	427,408	493,579	500,365	513,144
EPS(지배주주)	9,318	18,530	28,046	28,422	29,336
CFPS	33,010	44,076	49,307	48,638	50,412
EBITDAPS	31,699	44,803	46,188	47,585	49,662
BPS	151,810	168,927	182,869	203,243	224,410
DPS	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000
배당수익률(%)	3.7	4.4	4.3	4.3	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	14.9	8.1	6.8	6.8	6.6
PCR	3.9	3.3	3.8	3.8	3.7
PSR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
PBR	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
EBITDA	2,931.1	4,142.7	4,270.8	4,400.0	4,592.0
EV/EBITDA	5.7	3.8	4.6	4.2	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.3	10.1	14.3	13.3	12.5
EBITDA 이익률	6.1	10.5	9.4	9.5	9.7
부채비율	84.0	78.0	72.3	65.4	62.7
금융비용부담률	0.6	0.6	0.4	0.4	0.5
이자보상배율(X)	7.4	12.8	16.4	16.9	16.6
매출채권회전율(X)	11.9	10.7	11.1	11.1	11.4
재고자산회전율(X)	11.0	9.9	9.6	9.4	9.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유기증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 03일 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 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

		투자등급 관련사항			투자의견 비율	
기업	주체	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	투자의견	비율		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상			매수	94.0%
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만				
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만				
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만				
산업		시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율			
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)				중립	6.0%
	Neutral (중립)					
	Underweight (비중축소)					

SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.10	산업분석	Buy	160,000	황유식	-24.1	-17.5	
2015.12.07	산업브리프	Buy	160,000	황유식	-22.8	-15.6	
2015.12.23	산업분석	Buy	160,000	황유식	-21.6	-15.0	
2016.01.18	기업브리프	Buy	160,000	황유식	-20.8	-13.4	
2016.02.04	기업브리프	Buy	160,000	황유식	-10.9	11.3	
				담당자 변경			
2016.06.09	산업분석	Buy	220,000	노우호	-33.5	-28.6	
2016.06.28	산업브리프	Buy	220,000	노우호	-34.4	-28.6	
2016.07.25	기업브리프	Buy	220,000	노우호	-33.4	-28.2	
2016.09.06	산업분석	Buy	220,000	노우호	-32.4	-26.6	
2016.10.11	기업분석	Buy	240,000	노우호	-34.6	-32.5	
2016.11.17	산업분석	Buy	240,000	노우호	-35.6	-32.5	
2017.01.11	산업분석	Buy	240,000	노우호	-35.1	-32.3	
2017.02.06	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-35.2	-32.3	
2017.02.06	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-35.2	-32.3	
2017.03.03	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-34.8	-30.0	
2017.04.05	산업분석	Buy	240,000	노우호	-34.5	-29.2	
2017.04.26	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.8	-27.3	
2017.05.30	산업분석	Buy	240,000	노우호	-33.7	-27.3	
2017.06.12	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.7	-27.3	
2017.06.26	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.7	-27.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.4	-26.0	
2017.07.28	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-32.3	-20.2	
2017.09.13	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-31.8	-18.3	
2017.09.27	산업브리프	Buy	275,000	노우호	-26.3	-23.6	
2017.10.17	산업분석	Buy	275,000	노우호	-25.5	-23.6	
2017.11.03	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-	-	