

2019. 7. 8



▲ 정유/화학

Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 240,000 원

현재주가 (7.5) 172,500 원

상승여력 39.1%

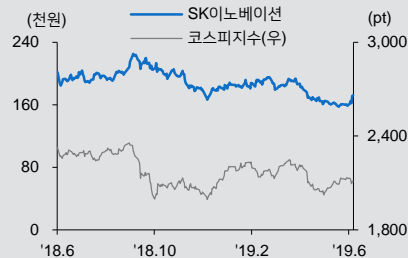
KOSPI	2,110.59pt
시가총액	159,503억원
발행주식수	9,247만주
유동주식비율	60.64%
외국인비중	37.03%
52주 최고/최저가	225,500원/157,500원
평균거래대금	413.3억원

주요주주(%)

SK 외 1인	33.41
국민연금공단	9.66

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.8	2.1	-9.0
상대주가	4.7	-2.8	-2.6

주가그래프



SK이노베이션 096770

싱가폴 MGO(Marine Gas Oil) 강제

- ✓ 정유업 투자 매력도 급증: (1) 마진 반등, (2) OSP 인하, (3) 유가 안정
: 미국 PES(33만배럴/일)는 영구 폐쇄 및 기존 원유재고 외부 판매 예정
: 8월 사우디 원유판매단가 Light/Medium 기준 전월대비 -25센트, -20센트 인하
- ✓ 3Q19 IMO2020 황규제 효과 가시권 진입, 7월 현재 싱가포르 MGO 가격 +13.1% YTD
- ✓ 투자이건 Buy와 적정주가 24만원으로 업종 최선호주로 제시

정제마진 반등 현재 진행형, 7월 첫주 정제마진 전주대비 +40% 개선

7월 첫 주 정제마진은 전 제품 마진 호조세와 유가 안정화에 따라 6.5달러/배럴에 안착했다. 특히 휘발유 마진은 전주대비 +43% 급등했다. 휘발유 마진 호조세는 장기화될 조짐이다. 이는 6월 초 설비 화재가 발생한 미국 PES(Philadelphia Energy Solutions Oil Refinery)가 설비(33만배럴/일, 미국 총 생산량 대비 1.5%) 영구 폐쇄를 결정하며, 하반기 휘발유의 타이트한 수급이 예상된다. 또한 2020년 IMO2020 황산화물 규제를 앞두고, 디젤 강세는 긍정적이다. 최근 중질유 마진 강세는 선사들의 블렌딩용 MGO 재고확충 수요의 결과물로 추정된다. 특히 싱가포르 MGO가격은 연초대비 +13% 상승, 규제에 대비한 선사들의 중질유 재고확충 수요 시기가 도래하고 있다는 판단이다. 또한 사우디는 8월 OSP 판가를 전월대비 Light -25센트, Medium -20센트 인하를 결정했다. 5개월 만의 단가 인하로 WTI 디스카운트(7월 현재 4.1달러/배럴) 해소, 마진 회복에 긍정적이다.

7월 SK이노베이션 비중확대 적기

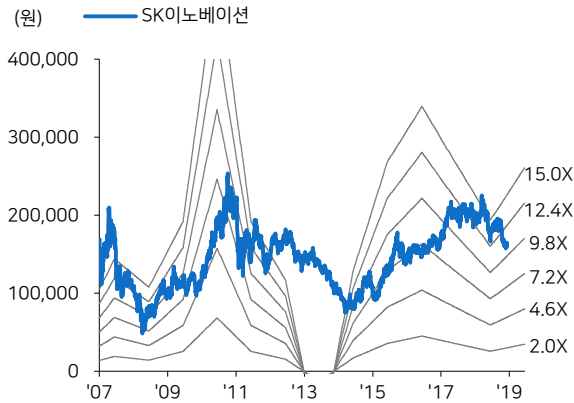
7월 현 시점이 2H19 이익 반등을 염두한 정유업종 비중확대의 적기라 판단한다. (1) OPEC+의 감산기조 유지에 따른 유가 안정화(당사 전망치 WTI 60달러/배럴 유지), (2) 정제마진 개선 rally(휘발유 수급 강세 및 IMO2020을 앞둔 재고확충 수요)가 예상된다.

2H19 최선호주 제시: 저유황유 판매 인증 완료, EV배터리, 배당 매력

동사는 (1) 3Q19 저유황유(LSFO, MGO) 공식 판매기업으로 선정, 해당 제품 판매에 따른 이익 증대가 예상, (2) EV배터리 수주잔고 급증에 따른 주가 re-rating, (3) 19년 연말 배당 매력도(DPS 8천원 가정한 배당수익률 4.6%)가 높다는 점에서 업종 최선호주로 제시한다.

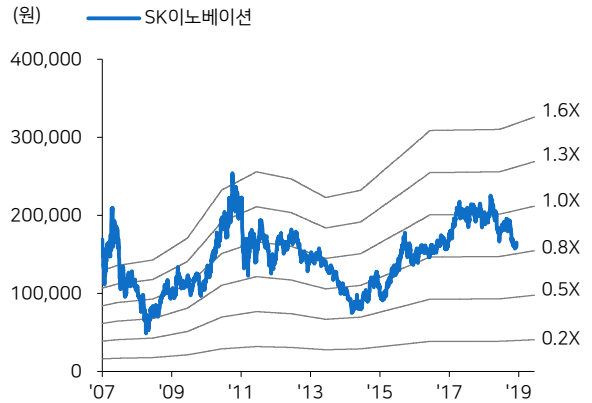
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	46,162.7	3,221.8	2,103.8	22,643	24.6	192,989	9.0	1.1	5.2	12.0	77.4
2018	54,510.9	2,117.6	1,651.5	17,752	-20.4	193,402	10.1	0.9	7.0	9.1	86.7
2019E	54,873.8	1,602.8	962.2	10,297	-39.4	191,234	16.8	0.9	8.5	5.3	136.8
2020E	57,268.1	2,087.0	1,256.8	13,483	30.9	197,113	12.8	0.9	8.1	6.9	139.8
2021E	59,609.8	2,670.5	1,666.5	17,914	32.8	207,365	9.6	0.8	6.9	8.8	140.0

그림1 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



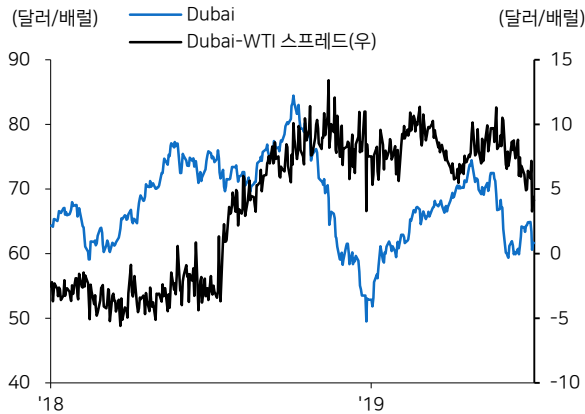
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표1 SK이노베이션 분기별 이익 추정 Table

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	12,166.1	13,438.0	14,958.7	13,948.1	12,848.6	12,654.6	14,173.3	15,197.3	54,510.9	54,873.8	57,268.1
석유	8,687.3	9,772.7	10,900.1	9,833.4	8,759.6	8,758.6	10,276.9	11,326.0	39,193.5	39,121.1	41,299.6
화학	2,439.0	2,531.6	2,886.1	2,827.7	2,501.6	2,731.7	2,696.0	2,645.6	10,684.4	10,574.9	11,194.8
루브리칸츠	779.8	817.9	822.7	845.7	756.5	752.9	760.0	757.7	3,266.1	3,027.1	2,980.3
석유개발	157.2	184.9	193.2	219.7	175.6	219.3	214.4	236.0	755.0	845.3	909.2
기타	102.8	130.9	156.6	2,221.6	206.9	192.0	226.0	231.9	2,611.9	856.8	884.0
영업이익	711.6	851.6	835.8	-281.5	331.1	309.3	430.5	532.0	2,117.5	1,602.9	2,087.0
%OP	5.8%	6.3%	5.6%	-2.0%	2.6%	2.4%	3.0%	3.5%	3.9%	2.9%	3.6%
석유	325.4	533.4	408.4	-554.0	-6.3	122.7	182.6	348.1	713.2	647.1	1,030.6
화학	284.8	237.7	345.5	249.5	320.3	100.5	157.9	77.1	1,117.5	655.8	487.1
루브리칸츠	128.6	126.1	132.0	74.0	47.1	66.9	75.2	82.4	460.7	271.6	334.9
석유개발	44.8	59.3	71.8	79.9	55.4	61.4	60.0	68.4	255.8	245.2	218.2
기타	-72.0	-104.9	-121.8	-128.3	-85.4	-42.2	-45.2	-44.1	-427.0	-216.9	16.2
세전이익	678.3	744.1	696.3	278.8	278.8	260.8	373.3	463.7	2,397.5	1,376.6	1,794.9
순이익(지배주주)	458.3	499.2	444.3	249.7	195.8	181.1	259.1	326.2	1,651.5	962.2	1,256.7
%YoY											
매출액	6.8%	27.2%	27.2%	12.0%	5.6%	-5.8%	-5.3%	9.0%	18.1%	0.7%	4.4%
영업이익	-29.1%	102.2%	-13.3%	적전	-53.5%	-63.7%	-48.5%	흑전	-34.3%	-24.3%	30.2%
세전이익	-41.7%	75.0%	-28.2%	-57.9%	-58.9%	-65.0%	-46.4%	66.3%	-25.6%	-42.6%	30.4%
순이익(지배)	-45.9%	79.3%	-34.9%	-15.5%	-57.3%	-63.7%	-41.7%	30.6%	-21.5%	-41.7%	30.6%
%QoQ											
매출액	-2.3%	10.5%	11.3%	-6.8%	-7.9%	-1.5%	12.0%	7.2%			
영업이익	-14.5%	19.7%	-1.9%	적전	흑전	-6.6%	39.2%	23.6%			
세전이익	2.3%	9.7%	-6.4%	-60.0%	0.0%	-6.5%	43.1%	24.2%			
순이익(지배)	55.1%	8.9%	-11.0%	-43.8%	-21.6%	-7.5%	43.1%	25.9%			

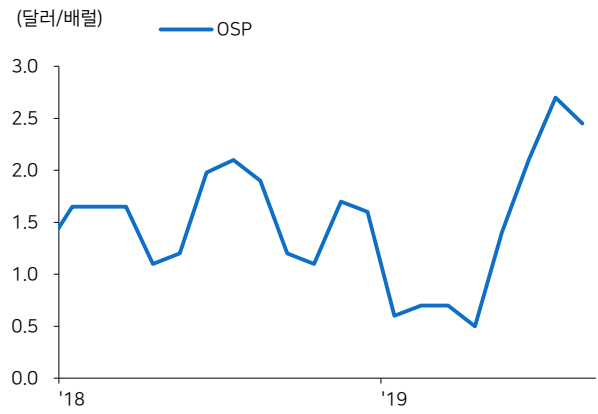
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 18년 이후 Dubai 유가, Dubai-WTI 스프레드



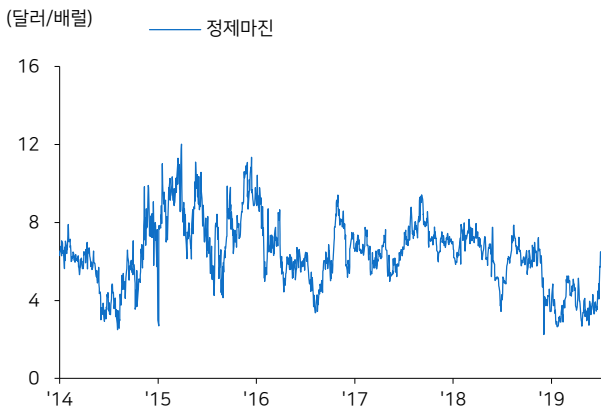
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 사우디 Light 기준 OSP 동향



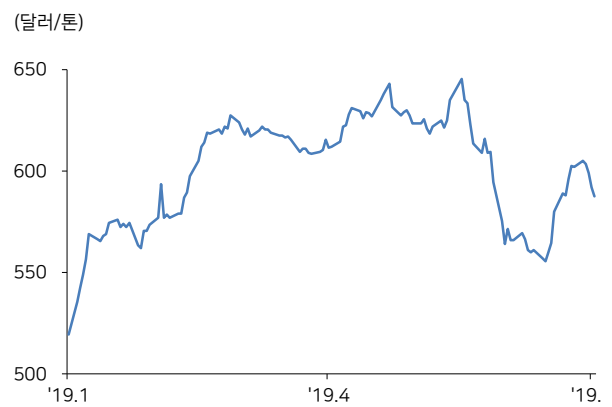
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 정제마진 동향



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 싱가포르 MGO(Marine Gas Oil) 가격 동향



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 Reuter 통신, 미국 PES 정유사 영구 폐쇄 가능성 발표

Philadelphia refinery seeks to sell oil stocks, equipment after fire: sources



NEW YORK (Reuters) - The Philadelphia refinery ravaged by a massive fire two weeks ago has begun offering to sell off its stocks of oil and some equipment, according to four people familiar with the matter, after the refinery's owner announced it would seek to permanently shut it.

자료: Reuters, 메리츠증권증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	46,162.7	54,510.9	54,873.8	57,268.1	59,609.8
매출액증가율 (%)	16.8	18.1	0.7	4.4	4.1
매출원가	40,824.8	50,529.2	51,456.7	53,261.6	54,943.5
매출총이익	5,337.8	3,981.7	3,417.1	4,006.5	4,666.3
판매관리비	2,116.0	1,864.1	1,814.3	1,919.6	1,995.8
영업이익	3,221.8	2,117.6	1,602.8	2,087.0	2,670.5
영업이익률	7.0	3.9	2.9	3.6	4.5
금융손익	-168.3	232.2	-281.5	-353.4	-409.3
종속/관계기업손익	311.3	155.2	205.1	240.0	295.0
기타영업외손익	-141.1	-102.6	-79.7	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	3,223.7	2,402.4	1,376.7	1,794.8	2,377.5
법인세비용	1,076.4	705.4	363.1	437.0	576.9
당기순이익	2,145.1	1,710.0	1,039.6	1,357.9	1,800.6
지배주주지분 손이익	2,103.8	1,651.5	962.2	1,256.8	1,666.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	2,180.2	1,728.1	1,052.2	2,433.5	2,963.2
당기순이익(손실)	2,145.1	1,710.0	1,039.6	1,357.9	1,800.6
유형자산상각비	791.0	845.8	1,076.4	932.0	1,071.3
무형자산상각비	109.0	93.1	109.7	103.1	97.4
운전자본의 증감	-1,214.2	-1,154.2	-927.9	40.5	-6.1
투자활동 현금흐름	-1,066.2	-2,476.8	-5,316.9	-3,090.0	-3,316.6
유형자산의증가(CAPEX)	-938.4	-1,278.9	-2,473.9	-3,200.0	-3,300.0
투자자산의감소(증가)	67.0	-449.0	-886.0	52.9	-8.0
재무활동 현금흐름	-1,670.7	586.1	7,078.4	953.6	844.3
차입금의 증감	-1,010.0	2,410.1	7,207.4	1,659.4	1,550.1
자본의 증가	-118.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-640.5	-147.8	2,828.9	297.1	490.9
기초현금	2,644.2	2,003.7	1,855.9	4,684.9	4,982.0
기말현금	2,003.7	1,855.9	4,684.9	4,982.0	5,472.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	16,220.2	16,752.4	24,246.8	24,306.3	24,833.0
현금및현금성자산	2,003.7	1,855.9	4,684.9	4,982.0	5,472.9
매출채권	4,821.3	4,459.7	5,712.5	5,643.1	5,653.5
재고자산	5,979.6	6,179.8	7,280.2	7,191.7	7,205.1
비유동자산	18,030.0	19,333.0	22,169.5	24,281.6	26,420.8
유형자산	13,596.2	13,798.2	15,191.0	17,459.0	19,687.6
무형자산	1,501.4	2,007.0	1,975.8	1,872.6	1,775.2
투자자산	2,820.3	3,424.5	4,350.5	4,297.6	4,305.6
자산총계	34,250.2	36,085.4	46,416.4	48,587.9	51,253.9
유동부채	9,954.8	8,940.6	13,180.9	14,417.5	15,586.1
매입채무	5,265.3	4,650.0	5,933.9	5,861.8	5,872.7
단기차입금	242.9	153.7	466.5	646.5	846.5
유동성장기부채	1,272.4	1,221.5	2,053.5	2,633.5	3,083.5
비유동부채	4,986.0	7,816.8	13,629.8	13,912.6	14,315.2
사채	3,233.1	5,471.4	4,000.0	4,150.0	4,400.0
장기차입금	829.6	1,176.7	7,811.2	7,961.2	8,111.2
부채총계	14,940.8	16,757.4	26,810.8	28,330.1	29,901.3
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,765.8	5,765.8	5,765.8	5,765.8	5,765.8
기타포괄이익누계액	-54.2	97.0	210.3	210.3	210.3
이익잉여금	12,041.7	12,930.3	12,613.7	13,164.7	14,125.4
비지배주주지분	1,223.6	1,203.5	1,684.4	1,785.5	1,919.6
자본총계	19,309.3	19,328.0	19,605.6	20,257.7	21,352.5

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	499,242	589,527	593,451	619,346	644,670
EPS(지배주주)	22,643	17,752	10,297	13,483	17,914
CFPS	44,744	40,268	27,610	34,517	42,867
EBITDAPS	44,577	33,056	30,161	33,765	41,520
BPS	192,989	193,402	191,234	197,113	207,365
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
배당수익률(%)	3.9	4.5	4.6	4.6	4.6
Valuation(Multiple)					
PER	9.0	10.1	16.8	12.8	9.6
PCR	4.6	4.5	6.2	5.0	4.0
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
EBITDA	4,121.9	3,056.5	2,788.9	3,122.1	3,839.2
EV/EBITDA	5.2	7.0	8.5	8.1	6.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.0	9.1	5.3	6.9	8.8
EBITDA 이익률	8.9	5.6	5.1	5.5	6.4
부채비율	77.4	86.7	136.8	139.8	140.0
금융비용부담률	0.4	0.5	0.8	1.0	1.1
이자보상배율(x)	15.6	8.2	3.8	3.7	4.3
매출채권회전율(x)	10.5	11.7	10.8	10.1	10.6
재고자산회전율(x)	8.9	9.0	8.2	7.9	8.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 08일 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)

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	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 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
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.07.28	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-26.5	-20.2	
2017.09.13	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-25.5	-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	-25.3	-20.9	
2017.11.29	산업분석	Buy	275,000	노우호	-26.0	-20.9	
2018.02.01	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-26.1	-20.9	
2018.05.16	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-26.1	-20.9	
2018.05.31	산업분석	Buy	275,000	노우호	-25.9	-20.9	
2018.07.03	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-19.5	-15.8	
2018.07.30	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-18.4	-10.4	
2018.10.01	산업분석	Buy	275,000	노우호	-22.3	-18.0	
2018.11.02	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-22.7	-18.0	
2018.11.07	산업분석	Buy	275,000	노우호	-23.2	-18.0	
2018.11.13	산업분석	Buy	275,000	노우호	-27.8	-18.0	
2019.01.08	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-25.2	-24.4	
2019.01.14	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-24.9	-23.5	
2019.01.22	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-24.3	-21.5	
2019.02.01	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-24.0	-21.5	
2019.02.18	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-23.6	-20.0	
2019.02.25	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-23.5	-20.0	
2019.03.04	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-23.5	-20.0	
2019.03.05	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-22.9	-19.6	
2019.03.19	산업분석	Buy	240,000	노우호	-22.7	-18.5	
2019.04.15	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-22.4	-18.5	
2019.04.25	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-23.8	-18.5	
2019.04.25	주요지표및뉴스	Buy	240,000	노우호	-23.8	-18.5	
2019.05.30	산업분석	Buy	240,000	노우호	-25.5	-18.5	
2019.07.03	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-25.6	-18.5	
2019.07.08	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-	-	