

2020. 3. 9



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 위정원

02. 6454-4883

jungwon.wee@meritz.co.kr

Overweight

Top Pick

SK이노베이션(096770) Buy 155,000원

관심종목

S-Oil(010950) Buy 95,000원

정유

1H20 유가 전망치 하향, 2H20 “회복”

- ✓ 1Q20 SK이노베이션 영업적자 -1,485억원 / S-Oil 영업적자 -2,186억원 추정
- ✓ OPEC+ 추가 감산 합의 불발 & 유가 전망치 조정: WTI 38~50달러/배럴
- ✓ 1H20 보수적 접근 필요, 2H20 업황 회복 기조에 근거한 매수 전략 제시
: 유가 반등, 수급 정상화(디젤/Jet유)/마진 반등, IMO 저유황유 구매량 증가
- ✓ 20년 연간 영업이익 추정치 하향: SK이노베이션 7,440억원, S-Oil 4,254억원
정유 2개사 적정주가 SK이노베이션 15.5만원, S-Oil 9.5만원 제시

1Q20 Check: 국내 정유 2개사 주가 급락 & 1Q20 영업적자 예상

국내 정유 2개사(SK이노베이션, S-Oil)의 주가는 YTD -23%, -26% 급락했다. 주가 약세 배경은 (1) 2월 이후 유가 급락(1Q20 정유 2개사 합산 재고손실 -3,283억원), (2) 정제마진 악화(-34% YTD, BEP 하회), (3) 수요 쇼크 우려에 근거한다. 당사는 부정적 변수를 반영하여 20년 연간 영업이익 예상치를 하향, SK이노베이션 7,440억원(컨센서스 대비 -32%), S-Oil 4,254억원(컨센서스 대비 -51%)을 추정한다.

OPEC+, 약해진 결속력(추가 감산 합의 불발)→ WTI 하단 38달러/배럴

3월 OPEC+는 추가 감산 합의(OPEC 100만배럴, 기타 50만배럴) 도출에 실패했다. OPEC+는 추가 감산과 3월말 종료되는 기존 감산에 대한 기간 연장의 합의도 도출하지 못했다. 당사는 유가의 수급 불균형을 감안하여 20년 WTI 38~50달러/배럴을 제시한다.

정제마진 계단식 회복: 역내 설비들의 감산 의지 & 수급 정상화 가능성

2H20 정유업종 수익성 개선 의견을 제시한다. 이는 역내 주요 설비들이 감산의 고통분담 증으로 수급 불균형 해소 가능성을 암시했다. 당사가 가동률 변화에 주목하는 바는 장치산업은 다음과 같은 흐름을 보인다. '업황 호조/악화→ 마진 개선/둔화→ 가동률 상승/하락→ 이익 신장/감소→ 공급량 증가/감소'의 반복이다. 2H20 제품별 마진 'V' 회복 전망은 (1) 휘발유: 계절성(드라이빙 시즌), (2) Jet유: 코로나 Risk 완화와 글로벌 항공 수요 기저효과, (3) 디젤: 산업수요 회복과 MGO 수요 증가 의견을 제시한다.

2H20 정유업황 회복 시점으로 판단, 현 구간 저점 매수 가능

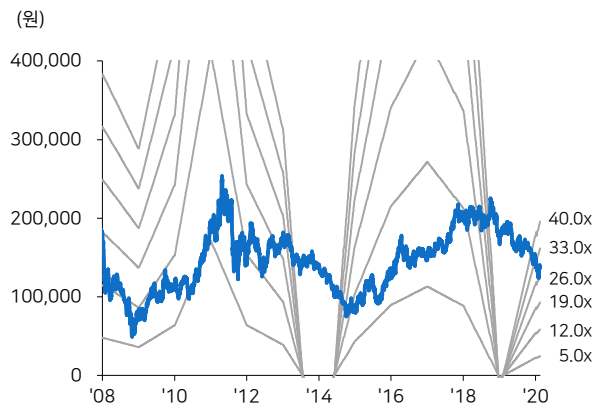
2H20 정유업황 회복 기조를 예상, 현 시점 매수 전략을 제시한다. 이는 (1) 2H20 유가 반등, (2) 2H20 중질제품(디젤, JET유 등) 수요 정상화, (3) IMO 이행을 상승과 정제마진 회복 전망에 근거한다. 최선호주는 EV배터리/LIBS분리막 성장성(고객사 출하량 증가)을 갖춘 SK이노베이션(적정주가 15.5만원 / 20년 EV배터리 가치 5조원 반영)을 제시한다.

표1 SK이노베이션 분기별 추정 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019P	2020E	2021E
매출액	12,848.6	13,103.6	12,372.5	11,788.4	9,073.3	11,482.9	13,096.4	15,140.5	50,113.1	48,793.1	57,396.9
석유	8,759.6	9,463.6	8,682.0	8,463.1	5,539.1	7,924.8	9,281.3	11,186.2	35,368.3	33,931.4	42,194.2
화학	2,501.6	2,419.8	2,457.9	2,163.2	2,257.5	2,268.3	2,371.6	2,295.5	9,542.5	9,192.9	9,398.2
루브리컨츠	756.5	846.8	811.4	699.8	721.0	728.5	733.6	728.5	3,114.5	2,911.6	2,871.4
석유개발	175.6	163.9	164.0	165.2	180.9	45.4	47.6	52.2	668.7	326.1	189.9
기타	206.9	209.5	257.2	297.2	374.9	515.9	662.3	878.1	970.8	2,431.2	2,743.4
영업이익	331.1	497.6	330.1	122.4	-148.5	133.7	375.6	383.1	1,281.2	744.0	1,297.7
%OP	2.6%	3.8%	2.7%	1.0%	-1.6%	1.2%	2.9%	2.5%	2.6%	1.5%	2.3%
석유	-6.3	279.3	65.9	111.4	-204.2	86.6	260.0	347.0	450.3	489.4	1,127.3
화학	320.3	184.5	193.6	7.3	15.9	64.4	158.2	116.8	705.7	355.3	363.1
루브리컨츠	47.1	78.2	93.6	86.9	71.3	64.8	65.2	64.8	305.8	266.1	276.9
석유개발	55.4	51.0	48.5	41.2	43.4	10.9	11.4	12.5	196.1	78.2	45.6
기타	-85.4	-95.5	-71.5	-124.3	-75.0	-92.9	-119.2	-158.1	-376.7	-445.2	-515.2
세전이익	304.8	258.0	250.3	-425.0	-201.1	78.1	311.9	311.9	388.1	500.8	1,038.0
순이익(지배주주)	195.8	147.0	152.2	-531.4	-171.4	64.9	259.0	262.4	-36.4	414.9	865.3
%YoY											
매출액	5.6	-2.5	-17.3	-15.5	-29.4	-12.4	5.9	28.4	-8.1	-2.6	17.6
영업이익	-53.5	-41.6	-60.5	흑전	적전	-73.1	13.8	213.0	-39.5	-41.9	74.4
세전이익	-55.1	-65.3	-64.1	적전	적전	-69.7	24.6	흑전	-84.0	29.0	107.3
순이익(지배)	-57.3	-70.6	-65.7	적전	적전	-55.9	70.2	흑전	-102.2	-1,239.8	108.6
%QoQ											
매출액	-7.9	2.0	-5.6	-4.7	-23.0	26.6	14.1	15.6			
영업이익	흑전	50.3	-33.7	-62.9	적전	흑전	180.9	2.0			
세전이익	1.1	-15.4	-3.0	적전	적지	흑전	299.4	0.0			
순이익(지배)	-21.6	-24.9	3.5	적전	적지	흑전	299.1	1.3			

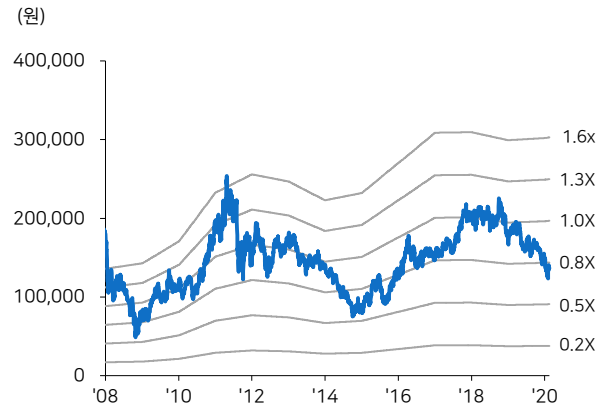
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



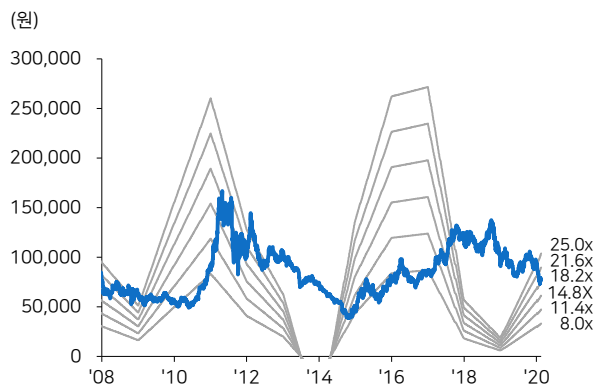
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 S-Oil 분기추정 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019P	2020E	2021E
매출액	5,426.2	6,257.3	6,234.5	6,476.2	5,296.3	5,733.1	6,106.9	6,298.0	24,394.2	23,434.3	24,544.8
정유	4,074.3	5,001.8	4,869.0	5,063.5	3,895.2	4,243.5	4,606.9	4,801.0	19,008.6	17,546.6	18,425.7
석유화학	986.9	911.2	962.4	1,009.1	967.2	1,057.8	1,069.7	1,068.0	3,869.6	4,162.7	4,437.4
유탄기유	365.0	344.3	403.1	403.6	433.9	431.8	430.3	428.9	1,516.0	1,724.9	1,681.9
영업이익	270.4	-90.5	230.7	38.6	-218.6	135.8	252.8	255.4	449.2	425.4	1,099.9
%OP	5.0%	-1.4%	3.7%	0.6%	-4.1%	2.4%	4.1%	4.1%	1.8%	1.8%	4.5%
정유	95.7	-136.1	99.7	-79.7	-295.1	56.5	162.8	161.5	-20.4	85.7	661.6
석유화학	147.5	4.2	79.4	20.1	14.0	17.8	29.2	41.6	251.2	102.6	215.2
유탄기유	27.2	41.4	51.6	98.2	62.4	61.5	60.9	52.3	218.4	237.1	223.1
세전이익	157.2	-195.8	74.1	103.9	-225.6	228.8	245.8	323.4	139.4	572.4	1,246.9
순이익(지배주주)	113.6	-147.4	51.6	68.8	-169.2	171.6	184.4	242.5	86.6	429.3	935.2
%YoY											
매출액	0.3	4.2	-13.3	-5.6	-2.4	-8.4	-2.0	-2.8	-4.2	-3.9	4.7
영업이익	6.2	적전	-26.9	흑전	적전	흑전	9.6	561.7	-29.7	-5.3	158.6
세전이익	-39.1	적전	-76.5	흑전	적전	흑전	231.7	211.3	-58.0	310.6	117.8
순이익(지배)	-39.8	적전	-77.6	흑전	적전	흑전	257.4	252.5	-66.4	395.7	117.8
%QoQ											
매출액	-20.9	15.3	-0.4	3.9	-18.2	8.2	6.5	3.1			
영업이익	흑전	적전	흑전	-83.3	적전	흑전	86.2	1.0			
세전이익	흑전	적전	흑전	40.2	적전	흑전	7.4	31.6			
순이익(지배)	흑전	적전	흑전	33.3	적전	흑전	7.5	31.5			

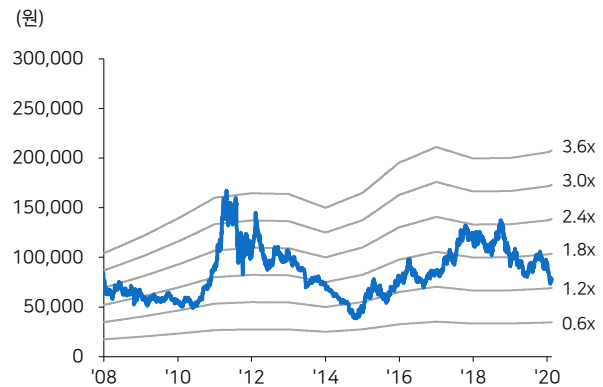
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



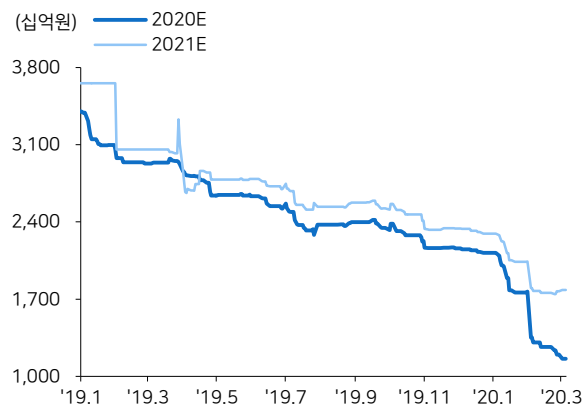
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드



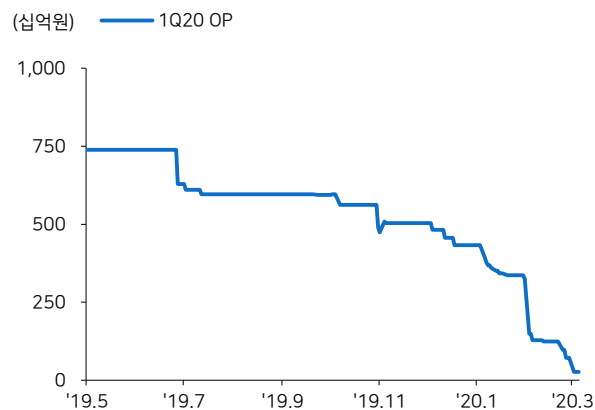
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 SK이노베이션 연간 영업이익 컨센서스 추이



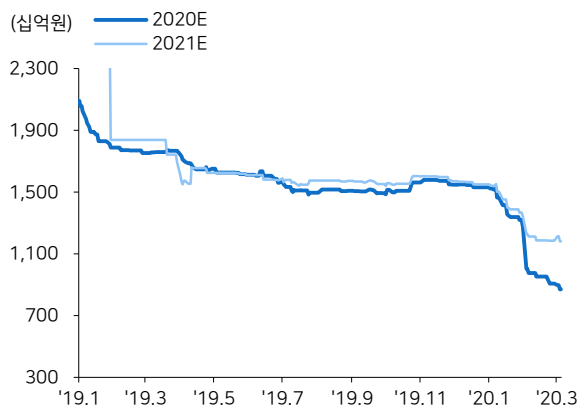
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SK이노베이션 1Q20 영업이익 컨센서스 추이



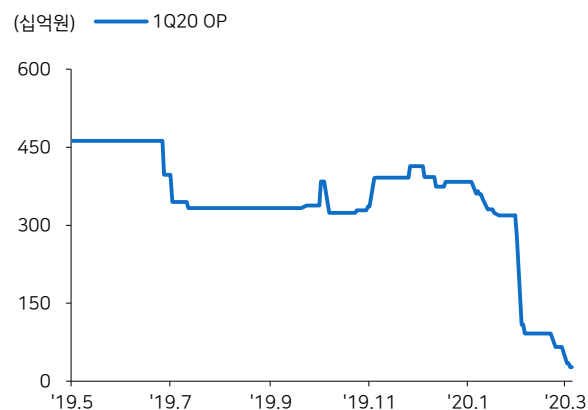
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림7 S-Oil 연간 영업이익 컨센서스 추이



자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림8 S-Oil 1Q20 영업이익 컨센서스 추이



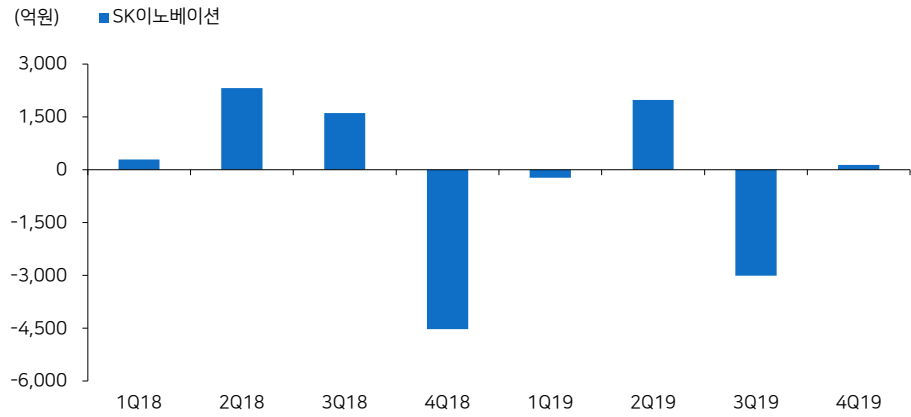
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림9 Dubai 유가 동향



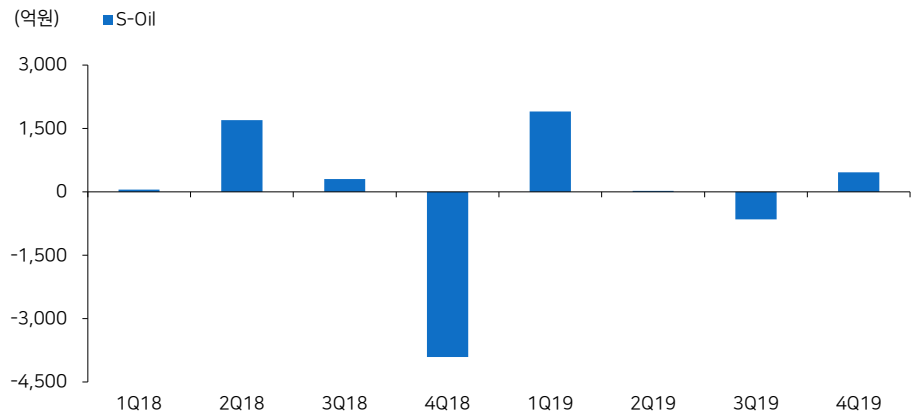
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 SK이노베이션 분기별 재고 손익 변화(전사)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 S-Oil 분기별 재고 손익 변화(전사)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 정제마진 동향



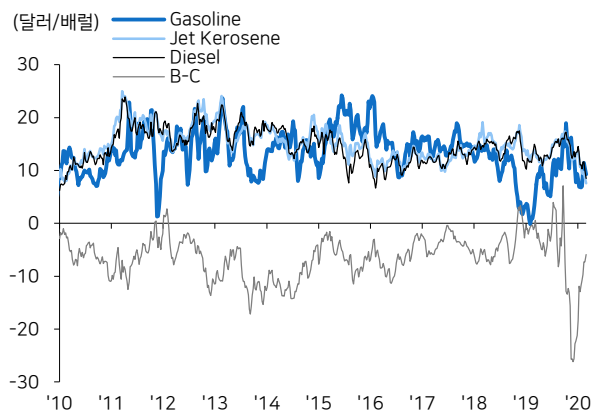
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 OSP 동향



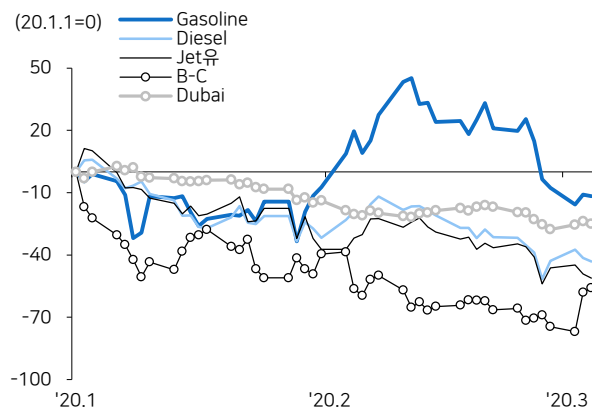
자료: Bloomberg, 리츠증권 리서치센터

그림14 제품별 마진(휘발유, 디젤, Jet유, B-C)



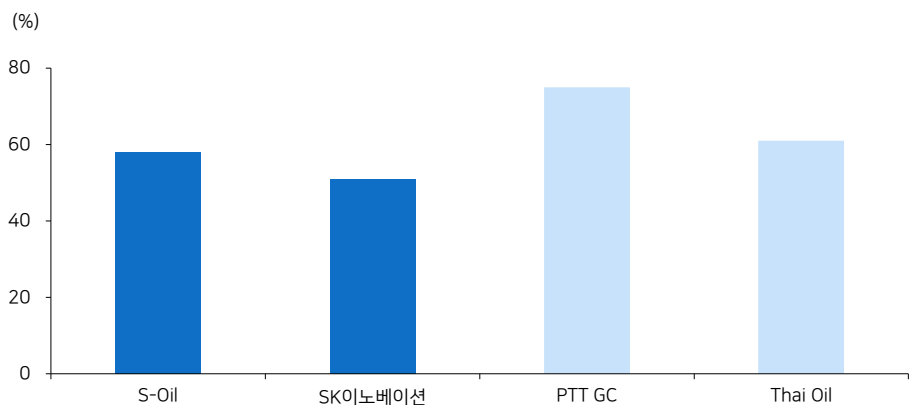
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 20년 이후 마진 변화 추이



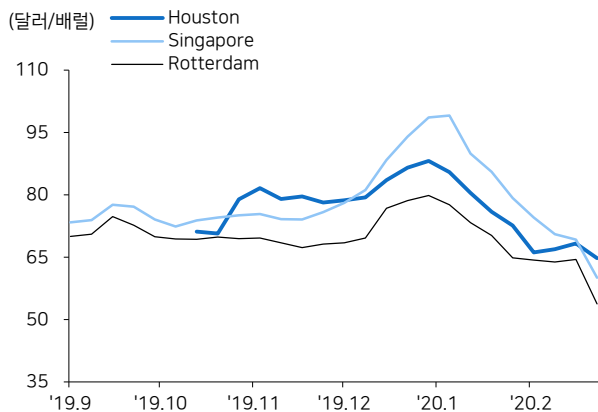
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 아시아 역내 정유사별 Jet유 및 디젤 생산비중 현황



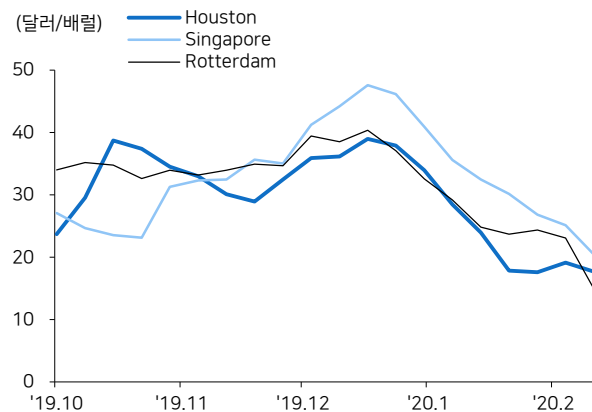
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 저유황유 가격 동향



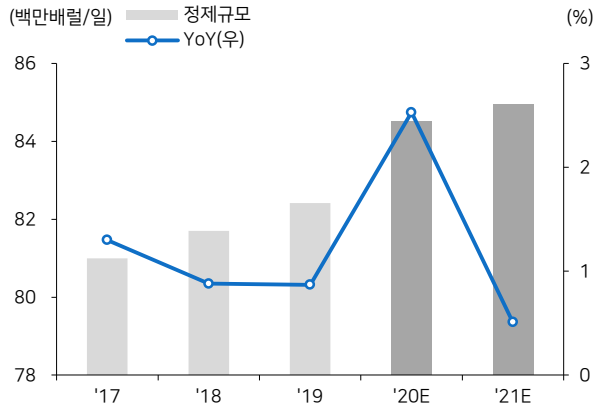
자료: Clarkson, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 LSFO-HSFO 가격 스프레드(Bunker 가격 기준)



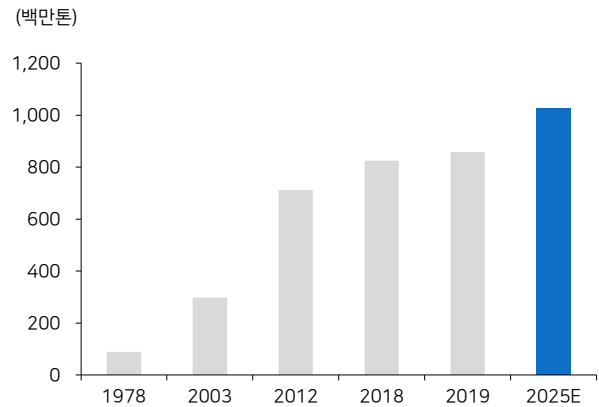
자료: Clarkson, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 글로벌 정제설비 규모



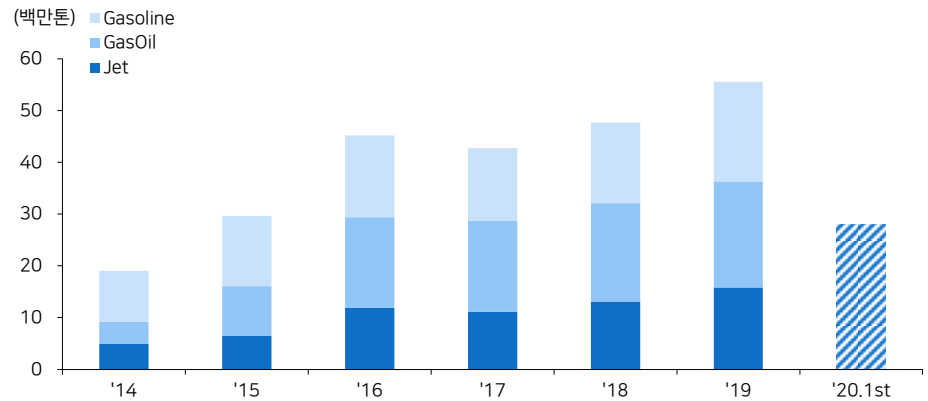
자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 중국 정제설비 규모



자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 중국 석유제품 수출 쿼터



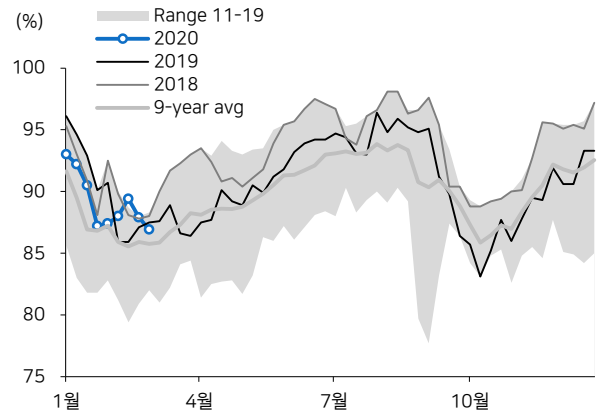
자료: S&P Global, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 중국 티팟 가동률



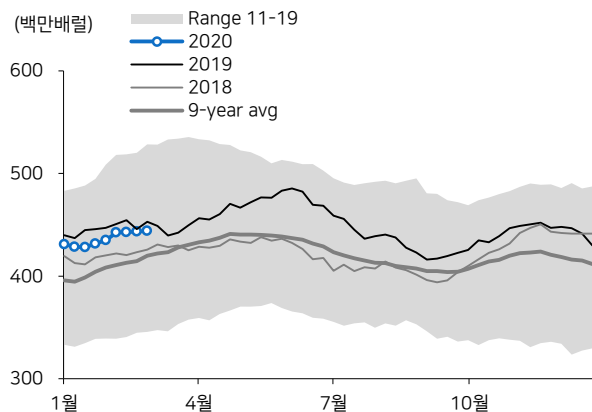
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 미국 정유사 가동률



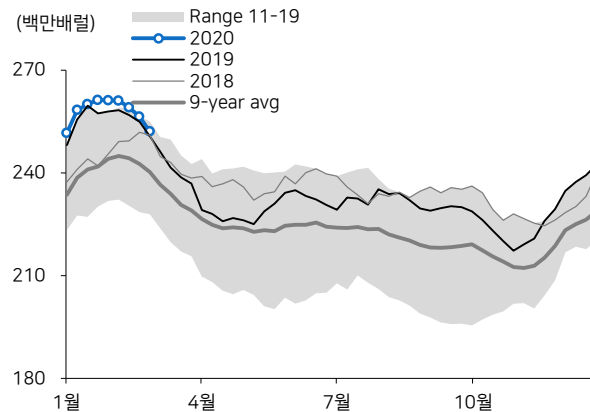
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 미국 원유 재고량



자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 미국 휘발유 재고량



자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 SK이노베이션 EV배터리 사업부 이익 추정

	2020E	2021E	2022E	2023E
생산능력(Gw)	20	35	55	60
가동률 가정(%)	40	70	80	85
출하량(Gw)	8.0	14.0	48.0	85.0
판가 가정(달러)	140	132	126	121
매출액(십억원)	857.6	1,042.3	3,411.1	5,800.7
영업이익(십억원)	-477.5	-247.7	-122.9	-42.1
영업이익률(%)	-55.7	-23.8	-3.6	-0.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 글로벌 EV배터리 기업별 생산능력 추이

(Gw)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
LG화학	75	100	110	115	120	130	140
삼성SDI	23	31	41	56	71	86	104
SK이노베이션	14	20	35	55	60	65	70
CATL	46	65	75	85	95	100	110
BYD	50	60	70	80	85	90	100
Panasonic	49	52	55	57	59	61	63
North Volt				10	22	22	34
VW/North Volt JV					14	14	19
Tesla					25	25	25
글로벌 합계	383	532	626	717	848	920	1,014

자료: SNE Research, 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief
2020. 3. 9

▲ 정유/화학

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

RA 위정원
02-6454-4883
jungwon.wee@meritz.co.kr

Buy

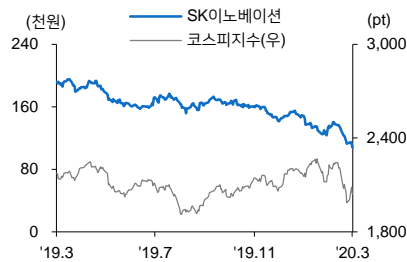
적정주가 (12개월) 155,000 원
현재주가 (3.6) 108,000 원
상승여력 43.5%

KOSPI 2,040.22pt
시가총액 99,863억원
발행주식수 9,247만주
유동주식비율 58.11%
외국인비중 30.39%
52주 최고/최저가 195,500원/108,000원
평균거래대금 677.6억원

주요주주(%)
SK 외 1 인 33.41
국민연금공단 10.54

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월
절대주가 -20.6 -34.3 -43.8
상대주가 -13.3 -35.3 -40.0

주가그래프



SK 이노베이션 096770

EV 배터리 나홀로 소외

- ✓ 20년 연간 영업이익 추정치 하향: 당사 7,440억원 / 컨센서스 1.1조원
- ✓ 20.3월 VRDS 정상가동으로 IMO 규제에 대응하는 이익 체력 확대
- ✓ EV 시장 동향 핵심은 유럽: 동사의 주요 고객사들의 유럽 지역 판매량 급증
- ✓ EV배터리 가치 증가에 반영 필요(20년 EV배터리 적정가치 5조원 추정)
- ✓ 정유업종 최선호주로 유지, 적정주가는 15.5만원을 제시

2020년 불안정한 출발: 유가 급락과 정제마진 악화

동사의 주가는 -23% YTD 급락했다. 긍정적 투자 포인트였던 IMO 시행에 따른 구조적인 마진 개선은 (1) 유가 급락(-33% YTD): 코로나 바이러스 확산에 따른 비관적 심리 반영, (2) 정제마진 악화(-34% YTD): 디젤(산업용 수요)과 JET유(항공수요) 수요 부진으로 기대감이 희석되었다. 동사의 1Q20 영업적자 -1,485억원, 20년 연간 영업이익 7,440억원을 추정한다.

2H20 정유업종 반등을 예상, 매수 시점 찾아올 것

1H20 정유업종 부진은 (1) 유가 약세, (2) 제품별 수요 둔화, (3) 정제마진 악화 요인이다. 당사는 2H20 정유업종 회복을 예상, 최근 주가 하락을 기회 삼아 동사에 매수 전략을 권고한다. 업종 반등의 실마리는 수급 정상화이다. 이는 (1) 역대 주요 정유사들은 수익성 악화에 대응책으로 자발적 감산 돌입(공급량 감소), (2) 2H20 유가 반등과 제품별 수요 정상화(JET유/디젤)에 근거한다.

정유업종 최선호주 제시: 경쟁사 대비 주가 차별화는 EV전지 성장성

경쟁사 대비 동사의 주가 회복 차별화 요인은 (1) 성장성 부각(EV배터리 수주 잔고/생산능력 증가와 동사의 LIBS 분리막의 글로벌 위상 강화), (2) 3월 탈황 설비 VRDS 정상 가동으로 이익 체력 증대(2H20 IMO 이행을 상승과 저유황유 수급 정상화)이다. 적정주가는 15.5만원(20년 추정치 기준 PBR 0.8배)을 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
2019P	50,113.2	1,281.2	-36.4	-435	-95.8	187,061	-344.8	0.8	9.1	-0.2	107.6
2020E	48,793.1	744.0	414.9	4,445	422.9	188,738	24.3	0.6	9.5	2.4	126.1
2021E	57,396.9	1,297.6	865.3	9,317	109.7	195,222	11.6	0.6	7.3	4.8	128.4

SK이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	46,162.7	54,510.9	50,113.2	48,793.1	57,396.9
매출액증가율 (%)	16.8	18.1	-8.1	-2.6	17.6
매출원가	40,824.8	50,529.2	47,112.9	46,420.8	54,177.0
매출총이익	5,337.8	3,981.7	3,000.2	2,372.3	3,219.9
판매관리비	2,116.0	1,864.1	1,719.1	1,628.3	1,922.3
영업이익	3,221.8	2,117.6	1,281.2	744.0	1,297.6
영업이익률	7.0	3.9	2.6	1.5	2.3
금융손익	-168.3	232.2	-433.4	-304.4	-376.1
종속/관계기업손익	311.3	155.2	127.6	240.0	295.0
기타영업외손익	-141.1	-102.6	-586.7	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	3,223.7	2,402.4	388.8	500.9	1,037.9
법인세비용	1,076.4	705.4	309.3	126.1	256.0
당기순이익	2,145.1	1,710.0	74.8	374.8	781.9
지배주주지분 순이익	2,103.8	1,651.5	-36.4	414.9	865.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
유동자산	16,220.2	16,752.4	18,300.2	19,472.9	19,765.7
현금및현금성자산	2,003.7	1,855.9	3,867.3	948.9	2,016.5
매출채권	4,821.3	4,459.7	3,930.3	5,047.9	4,836.3
재고자산	5,979.6	6,179.8	6,157.9	7,908.8	7,577.3
비유동자산	18,030.0	19,333.0	21,612.9	24,273.2	25,615.8
유형자산	13,596.2	13,798.2	15,480.1	17,218.2	18,841.5
무형자산	1,501.4	2,007.0	1,428.0	1,333.0	1,244.9
투자자산	2,820.3	3,424.5	4,034.3	5,051.5	4,858.9
자산총계	34,250.2	36,085.4	39,913.1	43,746.1	45,381.6
유동부채	9,954.8	8,940.6	8,923.2	12,014.5	12,787.5
매입채무	5,265.3	4,650.0	4,426.3	5,684.9	5,446.5
단기차입금	242.9	153.7	538.6	738.6	938.6
유동성장기부채	1,272.4	1,221.5	1,281.5	1,781.5	2,231.5
비유동부채	4,986.0	7,816.8	11,761.9	12,386.6	12,725.1
사채	3,233.1	5,471.4	8,596.2	8,746.2	8,996.2
장기차입금	829.6	1,176.7	1,637.6	1,787.6	1,937.6
부채총계	14,940.8	16,757.4	20,685.1	24,401.1	25,512.6
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	381.7	381.7	381.7
이익잉여금	12,041.7	12,930.3	12,050.8	12,208.0	12,815.6
비지배주주지분	1,223.6	1,203.5	1,697.8	1,657.7	1,574.0
자본총계	19,309.3	19,328.0	19,228.0	19,345.0	19,869.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	2,180.2	1,728.1	1,067.0	766.0	2,767.8
당기순이익(손실)	2,145.1	1,710.0	74.8	374.8	781.7
유형자산상각비	791.0	845.8	1,041.9	1,461.9	1,676.7
무형자산상각비	109.0	93.1	122.0	95.0	88.1
운전자본의 증감	-1,214.2	-1,154.2	122.7	-1,165.7	221.4
투자활동 현금흐름	-1,066.2	-2,476.8	-2,559.7	-4,831.9	-2,991.0
유형자산의증가(CAPEX)	-938.4	-1,278.9	-2,629.2	-3,200.0	-3,300.0
투자자산의감소(증가)	67.0	-449.0	-537.3	-1,017.2	192.6
재무활동 현금흐름	-1,670.7	586.1	3,456.4	1,147.5	1,290.7
차입금의 증감	-1,010.0	2,410.1	4,490.1	1,408.5	1,548.4
자본의 증가	-118.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-640.5	-147.8	2,011.4	-2,918.4	1,067.5
기초현금	2,644.2	2,003.7	1,855.9	3,867.3	948.9
기말현금	2,003.7	1,855.9	3,867.3	948.9	2,016.5

Key Financial Data

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	499,242	589,527	541,966	527,690	620,738
EPS(지배주주)	22,643	17,752	-435	4,445	9,317
CFPS	44,744	40,268	17,521	25,603	34,434
EBITDAPS	44,577	33,056	26,443	24,884	33,120
BPS	192,989	193,402	187,061	188,738	195,222
DPS	8,000	8,000	3,000	3,000	3,000
배당수익률(%)	3.9	4.5	2.0	2.8	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	9.0	10.1	-344.8	24.3	11.6
PCR	4.6	4.5	8.6	4.2	3.1
PSR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
PBR	1.1	0.9	0.8	0.6	0.6
EBITDA	4,121.9	3,056.5	2,445.1	2,300.9	3,062.4
EV/EBITDA	5.2	7.0	9.1	9.5	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.0	9.1	-0.2	2.4	4.8
EBITDA 이익률	8.9	5.6	4.9	4.7	5.3
부채비율	77.4	86.7	107.6	126.1	128.4
금융비용부담률	0.4	0.5	0.7	0.8	0.8
이자보상배율(x)	15.6	8.2	3.8	1.8	2.8
매출채권회전율(x)	10.5	11.7	11.9	10.9	11.6
재고자산회전율(x)	8.9	9.0	8.1	6.9	7.4

Industry Brief
2020. 3. 9

▲ 정유/화학

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

RA 위정원
02-6454-4883
jungwon.wee@meritz.co.kr

S-Oil 010950

인내

Buy

적정주가 (12개월) **95,000 원**
현재주가 (3.6) **64,300 원**
상승여력 **47.7%**

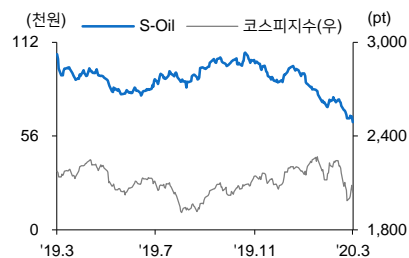
KOSPI	2,040.22pt
시가총액	72,391억원
발행주식수	11,258만주
유동주식비율	36.55%
외국인비중	77.82%
52주 최고/최저가	106,000원/64,300원
평균거래대금	276.2억원

주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 외	63.45
국민연금공단	6.91

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.4	-33.1	-38.8
상대주가	-9.7	-34.1	-34.7

주가그래프



- ✓ 20년 연간 영업이익 추정치 불가파: 당사 4,254억원 / 컨센서스 8,693억원
- ✓ 1H20 정제마진 악화(중질제품 수급 불균형), 2H20 점진적 회복 예상
- ✓ 20년 유가 전망치 하향: WTI 밴드 38~50달러/배럴 → 2H20 유가 반등
- ✓ 20~22년 Capex 감소, 이익 회복과 비례한 배당 지급 여력 정상화
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 9.5만원 제시

2020년 불안정한 출발: 유가 급락과 정제마진 악화

동사의 주가는 -26% YTD 급락했다. 긍정적 투자 포인트였던 IMO 시행에 따른 구조적인 마진 개선은 (1) 유가 급락(-33% YTD): 코로나 바이러스 확산에 따른 비관적 심리 반영, (2) 정제마진 악화(-34% YTD): 디젤(산업용 수요)과 JET유(항공수요) 수요 부진으로 기대감이 희석되었다. 동사의 1Q20 영업적자 -2,186억원, 20년 연간 영업이익 4,254억원을 추정한다.

수요 부진과 OPEC+ 감산 합의 불발로 유가 전망치 하향

19년 연말부터 지속되는 제품별 수요 부진(겨울철 난방유, Jet유, 디젤 수요 부진)과 정제마진 악화(BEP 5달러/배럴 하회)가 지속되며 주요 설비들은 가동을 조정으로 수익성 악화에 대응 중이다. 또한 3월 OPEC+는 추가 감산 합의 도출에 실패한 점도 업황에는 부정적이다. 당사는 20년 기존 유가 전망치 WTI 50~55달러/배럴에서 38~50달러/배럴로 하향한다.

2H20 정유업종 반등을 예상, 현 시점은 인내 구간

당사는 2H20 정유업황 회복 기초를 예상, 현 시점 매수 전략을 제시한다. 이는 (1) 2H20 유가 회복(연말 WTI 50달러/배럴) 전망, (2) 2H20 전방 수요 회복으로 동사의 생산 비중이 높은 중질제품(디젤, JET유 등) 수급 정상화, (3) OSP 하락에 따른 정제마진 반등 가능성에 근거한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	20,891.4	1,373.3	1,246.5	10,870	3.6	58,682	10.8	2.0	9.7	18.8	120.5
2018	25,463.3	639.5	258.0	2,266	-79.2	55,480	43.1	1.8	17.1	3.9	146.6
2019P	24,394.1	449.2	86.3	752	-66.8	55,613	126.8	1.7	13.3	1.3	160.5
2020E	23,434.2	425.4	429.3	3,740	397.6	57,197	17.2	1.1	6.9	6.5	151.9
2021E	24,544.8	1,099.9	935.2	8,216	119.7	62,619	7.8	1.0	4.7	13.4	135.7

S-Oil (010950)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	20,891.4	25,463.3	24,394.1	23,434.2	24,544.8
매출액증가율 (%)	28.0	21.9	-4.2	-3.9	4.7
매출원가	18,783.1	24,200.3	23,376.8	22,639.0	23,057.8
매출총이익	2,108.2	1,263.1	1,017.3	795.2	1,487.0
판매관리비	735.0	623.6	568.2	369.8	387.1
영업이익	1,373.3	639.5	449.2	425.4	1,099.9
영업이익률	6.6	2.5	1.8	1.8	4.5
금융손익	203.4	-120.7	-205.1	160.0	160.0
종속/관계기업손익	5.1	4.1	2.6	12.0	12.0
기타영업외손익	63.1	-191.1	-107.3	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	1,644.9	331.8	139.4	572.4	1,246.9
법인세비용	398.4	73.8	53.1	143.1	311.7
당기순이익	1,246.5	258.0	86.3	429.3	935.2
지배주주지분 손익	1,246.5	258.0	86.3	429.3	935.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
유동자산	6,774.9	5,854.5	6,912.2	7,587.7	8,704.7
현금및현금성자산	480.1	664.5	873.6	1,702.8	2,824.0
매출채권	1,538.8	1,641.5	1,730.4	1,682.8	1,681.5
재고자산	2,790.7	3,139.1	3,544.9	3,447.3	3,444.7
비유동자산	8,312.6	10,100.5	9,982.1	9,213.0	8,506.1
유형자산	7,968.7	9,740.7	9,531.1	8,771.2	8,071.1
무형자산	105.2	104.5	97.5	90.2	83.5
투자자산	124.6	120.4	68.7	66.8	66.7
자산총계	15,087.5	15,955.0	16,894.3	16,800.7	17,210.9
유동부채	4,544.4	5,789.1	6,505.3	6,011.1	5,609.1
매입채무	1,733.3	1,437.3	1,356.6	1,319.3	1,318.2
단기차입금	1,355.4	2,359.2	3,390.7	3,310.7	3,230.7
유동성장기부채	14.2	575.6	390.5	330.5	270.5
비유동부채	3,700.4	3,696.8	3,904.2	4,120.2	4,300.0
사채	2,670.3	2,535.8	2,880.8	3,082.8	3,242.8
장기차입금	804.4	864.8	804.3	824.3	844.3
부채총계	8,244.8	9,485.8	10,409.5	10,131.3	9,909.1
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
기타포괄이익누계액	23.4	25.0	18.6	18.6	18.6
이익잉여금	5,198.1	4,823.1	4,845.1	5,029.7	5,662.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,842.6	6,469.2	6,484.8	6,669.4	7,301.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,143.3	-288.2	84.9	1,704.9	2,231.8
당기순이익(손실)	1,246.5	258.0	86.3	429.3	935.2
유형자산상각비	285.4	345.9	841.5	1,412.9	1,300.1
무형자산상각비	8.8	8.2	8.0	7.3	6.8
운전자본의 증감	-236.3	-881.9	-846.8	-132.6	1.8
투자활동 현금흐름	-832.2	-415.2	-903.2	-630.6	-587.7
유형자산의증가(CAPEX)	-2,414.1	-2,041.4	-648.1	-653.0	-600.0
투자자산의감소(증가)	3.9	8.3	54.4	13.9	12.1
재무활동 현금흐름	-598.3	887.8	1,027.3	-245.1	-522.9
차입금의 증감	91.2	1,561.3	1,096.2	-198.4	-220.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-287.4	184.5	209.1	829.2	1,121.2
기초현금	767.4	480.1	664.5	873.6	1,702.8
기말현금	480.1	664.5	873.6	1,702.8	2,824.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	185,565	226,174	216,677	208,151	218,016
EPS(지배주주)	10,870	2,266	752	3,740	8,216
CFPS	16,574	9,385	9,362	17,592	22,577
EBITDAPS	14,811	8,826	11,535	16,393	21,378
BPS	58,682	55,480	55,613	57,197	62,619
DPS	5,900	750	400	2,100	2,600
배당수익률(%)	5.0	0.8	0.4	3.3	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.8	43.1	126.8	17.2	7.8
PCR	7.1	10.4	10.2	3.7	2.8
PSR	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR	2.0	1.8	1.7	1.1	1.0
EBITDA	1,667.4	993.6	1,298.6	1,845.6	2,406.8
EV/EBITDA	9.7	17.1	13.3	6.9	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.8	3.9	1.3	6.5	13.4
EBITDA 이익률	8.0	3.9	5.3	7.9	9.8
부채비율	120.5	146.6	160.5	151.9	135.7
금융비용부담률	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	23.6	8.8			
매출채권회전율(x)	15.5	16.0	14.5	13.7	14.6
재고자산회전율(x)	8.0	8.6	7.3	6.7	7.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

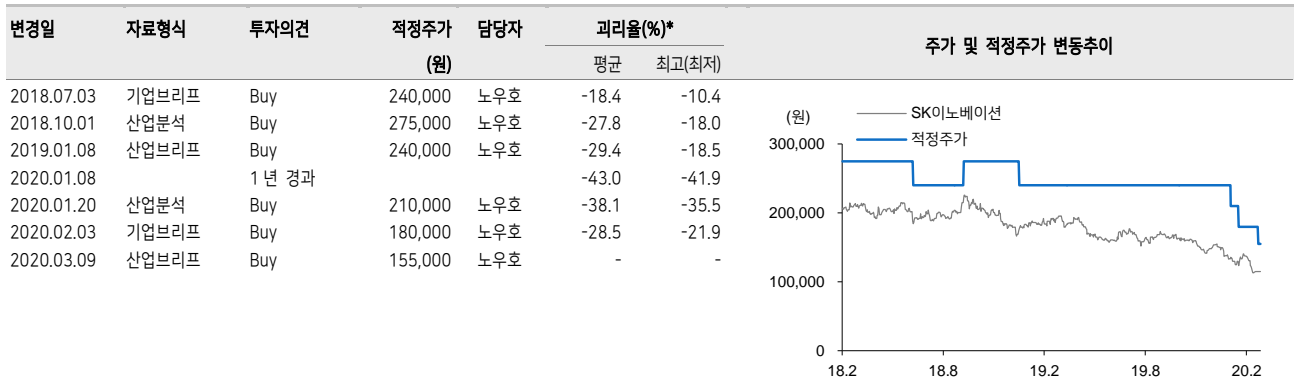
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

