

2021. 1. 11



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 위정원

02. 6454-4883

jungwon.wee@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

S-Oil(010950)	Buy	85,000원
SK이노베이션(096770)	Buy	212,000원

정유

2021년 업황 지표 상향 조정

- ✓ 4Q20 Preview: S-Oil 1,504억원 / SK이노베이션 610억원으로 흑자전환 추정
- ✓ 2021년 유가 전망치 상향(WTI 55달러/배럴): OPEC+ 감산 연장과 수요 회복 반영
- ✓ 2021년 정제마진 추정치는 기존 6.6달러/배럴에서 6.8달러/배럴로 상향 조정
- ✓ 2021년 정유업종에 비중확대 전략과 S-Oil과 SK이노베이션을 최선호주로 제시
S-Oil은 유가 반등과 Post Covid19의 수익성 회복에 따른 투자심리 개선
SK이노베이션은 연중 신규 사업의 모멘텀 부각에 따른 기업가치 재평가 구간 진입

2021년 정유업종 비중확대 전략을 제시

2020년 Covid19 발생에 따른 국가별 이동제한 영향은 정유업종 지표(유가/정제마진)에 부정적이었다. 2020년 연말 Covid19 백신 접종 개시로 2021년 하반기 Covid19 영향력의 점진적 소멸 가능성이 높다는 판단이다. 백신 접종은 여전히 초기 단계이며, 집단 면역 도달은 총 인구의 50% 이상에서 면역이 되어야한다. 당사는 올 하반기를 해당 상태에 도달 시점으로 판단한다.

이에 21~22년 당사의 글로벌 GDP 경기 전망치는 +5.7%, +3.2%를 제시, 올 하반기 수요 정상화 움직임이 가시화되겠다. 현 시점에서 정유업종 비중확대의 선결 조건은 미국/유로존 중심의 경기 회복이다. 그간 Covid19 대유행으로 부진했던 업황의 지표(유가와 정제마진)의 연중 상향 조정을 앞둔 점이다. 당사의 2021년 정유업종 전망 변수의 국제유가(WTI 55달러/배럴)와 정제마진 전망치(6.8달러)를 상향 조정한다.

S-Oil 4Q20 Preview 및 전망

S-Oil의 4Q20 영업이익은 1,504억원(흑자전환 QoQ)을 추정, 각 사업부문별 영업이익은 정유 604억원, 석유화학 229억원, 유탄기유 671억원이다. 2021년 연간 영업이익은 1.4조원으로 흑자전환을 예상한다. 20.1월 OPEC+의 감산 연장 결정과 수요 반등에 따른 유가 전망치 상향과 하반기 수요 회복에 따른 정제마진 추정치 상향이 배경이다. 이에 적정주가는 2021년 PBR 1.5배를 적용한 8.5만원을 제시한다.

SK이노베이션 4Q20 Preview 및 전망

SK이노베이션의 4Q20 영업이익은 610억원(흑자전환 QoQ)을 추정, 각 사업부문별 영업이익은 정유 -248억원, 화학 657억원, 루브리컨트 1,122억원, EV배터리 -1,301억원 등이다. 2021년 동사의 기업가치 재평가가 진행 중인 점은 (1) EV배터리 가치 재평가(생산 capa와 누적 수주잔고 기준 국내 2위로 위상 변화, 2022년 연간 흑자 전환 전망), (2) 21년 상반기 중 자회사 I&E Tech의 상장 모멘텀(당사 추정 4.8조원)이다. 현재 SK이노베이션에 대한 적정주가는 21.2만원 제시하나, 추후 신규 사업의 가치 재반영으로 적정주가를 추가 상향 조정할 예정이다.

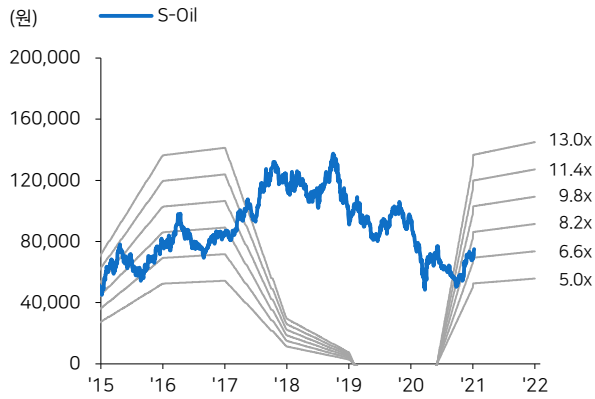
(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,829.3	6,476.2	-40.9	3,899.2	-1.8	4,228.3	-9.4
영업이익	150.4	9.5	1,483.2	-9.3	흑전	43.6	245.0
세전이익	218.4	74.8	192.0	28.3	671.7	81.7	167.4
순이익(지배주주)	163.8	47.7	243.4	30.3	440.6	29.1	463.3
영업이익률(%)	3.9	0.1		-0.2		1.0	
순이익률(%)	4.3	0.7		0.8		0.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
매출액	5,198.4	3,451.8	3,899.2	3,829.3	4,173.1	4,419.7	4,480.9	4,615.3	16,378.7	17,689.0	19,537.6
정유	3,956.4	2,591.5	2,991.0	2,711.5	2,918.8	3,089.0	3,118.0	3,236.3	12,250.4	12,362.1	13,942.0
석유화학	808.1	589.1	642.5	781.2	844.4	904.7	934.0	947.3	2,820.9	3,630.4	3,839.8
윤활기유	433.9	271.3	265.6	336.6	409.9	426.0	428.9	431.7	1,307.4	1,696.5	1,755.9
영업이익	-1,007.3	-164.3	-9.3	150.4	293.6	363.4	355.0	432.5	-1,030.5	1,444.5	1,714.1
%OP	-19.4%	-4.8%	-0.2%	3.9%	7.0%	8.2%	7.9%	9.4%	-6.3%	8.2%	8.8%
정유	-1,190.0	-358.7	-57.6	60.4	167.6	206.7	187.2	257.6	-1,545.9	819.1	1,090.4
석유화학	66.5	91.1	-48.3	22.9	45.4	72.9	82.6	88.5	132.2	289.4	284.3
윤활기유	116.2	103.3	96.6	67.1	80.6	83.8	85.1	86.4	383.2	335.9	339.2
세전이익	-1,209.3	-156.5	28.3	218.4	336.6	406.4	398.0	450.5	-1,119.1	1,591.5	1,694.2
순이익(지배주주)	-880.6	-66.9	30.3	163.8	252.5	304.8	298.5	337.9	-753.4	1,193.7	1,270.6
%YoY											
매출액	-4.2	-44.8	-37.5	-40.9	-19.7	28.0	14.9	20.5	-32.9	8.0	10.5
영업이익	적전	적지	적전	1,483.2	흑전	흑전	흑전	187.6	적전	흑전	18.7
세전이익	적전	적지	-61.8	192.0	흑전	흑전	1,306.4	106.3	적전	흑전	6.5
순이익(지배)	적전	적지	-41.3	243.4	흑전	흑전	885.1	106.3	적전	흑전	6.4
%QoQ											
매출액	-19.7	-33.6	13.0	-1.8	9.0	5.9	1.4	3.0			
영업이익	적전	적지	적지	흑전	95.2	23.8	-2.3	21.8			
세전이익	적전	적지	흑전	671.7	54.1	20.7	-2.1	13.2			
순이익(지배)	적전	적지	흑전	440.6	54.2	20.7	-2.1	13.2			

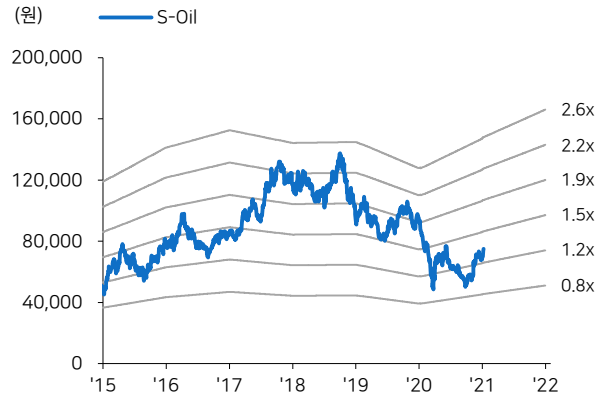
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



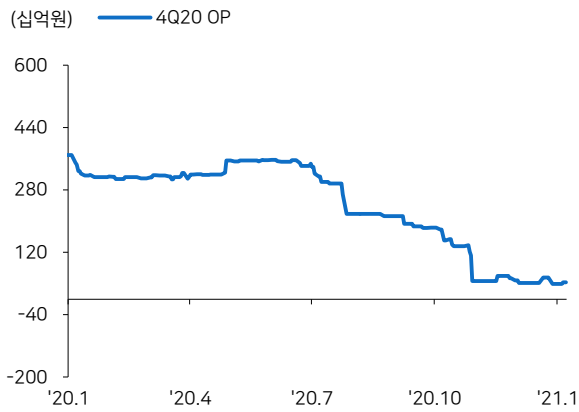
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드



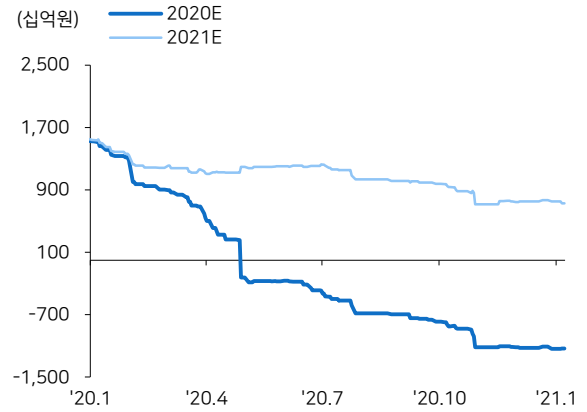
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 S-Oil 4Q20 영업이익 컨센서스 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 S-Oil 연간 영업이익 컨센서스 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

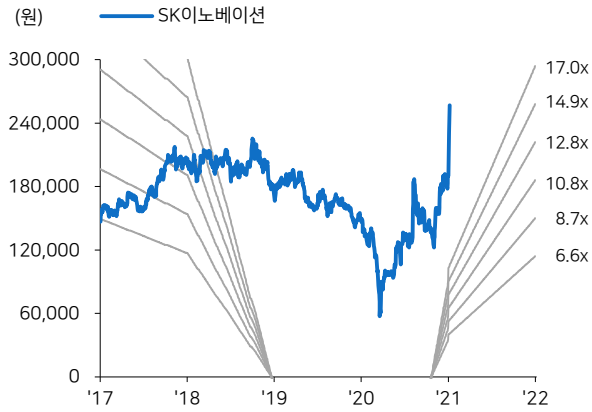
(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	8,675.4	11,551.8	-24.9	8,419.2	3.0	8,575.0	1.2
영업이익	61.0	110.5	-44.8	-28.9	흑전	-143.9	흑전
세전이익	-8.3	-436.6	적자축소	12.2	적전	-109.8	적자축소
순이익(지배주주)	-9.2	-530.7	적자축소	-23.7	적자축소	-146.0	적자축소
영업이익률(%)	0.7	1.0		-0.3		-1.7	
순이익률(%)	-0.1	-4.6		-0.3		-1.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
매출액	11,163.0	7,199.6	8,419.2	8,675.4	9,585.9	10,665.9	10,952.7	11,341.0	35,457.2	42,545.5	66,264.8
석유	8,033.1	4,517.7	5,317.9	5,175.7	6,106.4	7,121.1	7,332.9	7,650.9	23,044.4	28,211.3	48,619.9
화학	1,972.2	1,680.5	1,782.0	1,849.8	1,728.5	1,716.0	1,779.4	1,807.3	7,284.5	7,031.2	8,775.0
루브리컨츠	641.8	475.2	602.3	819.6	767.9	771.4	775.6	768.2	2,538.9	3,083.1	3,033.4
석유개발	134.3	78.3	127.6	34.5	34.5	33.7	35.9	40.6	374.7	144.7	142.3
EV배터리	288.8	338.2	486.0	699.7	840.9	915.1	913.5	949.2	1,812.7	3,618.7	5,109.9
I&E Tech/기타	96.1	96.1	96.1	96.1	107.7	108.6	115.4	125.0	384.4	456.7	584.4
영업이익	-1,775.2	-439.7	-28.9	61.0	141.6	201.6	287.1	269.2	-2,182.8	899.5	1,917.0
%OP	-15.9%	-6.1%	-0.3%	0.7%	1.5%	1.9%	2.6%	2.4%	-6.2%	2.1%	2.9%
석유	-1,636.0	-432.9	38.6	-24.8	77.3	101.6	139.6	129.0	-2,055.1	447.5	586.2
화학	-89.8	68.2	-53.4	65.7	91.4	78.8	81.9	34.9	-9.3	287.0	600.6
루브리컨츠	28.9	37.4	70.6	112.2	90.8	91.2	91.7	90.9	249.1	364.6	314.9
석유개발	-45.3	11.8	18.0	8.3	8.3	8.1	8.6	9.7	-7.2	34.7	34.2
EV배터리	-104.0	-115.0	-97.2	-130.1	-155.9	-108.8	-69.2	-31.0	-446.3	-364.9	224.7
I&E Tech/기타	27.0	43.7	28.7	29.7	29.7	30.6	34.4	35.6	129.1	130.3	156.4
세전이익	-2,047.2	-480.4	12.2	-8.3	52.1	108.0	190.1	154.2	-2,523.7	504.4	1,443.6
순이익(지배주주)	-1,558.0	-351.8	-23.7	-9.2	58.9	118.9	209.3	172.1	-1,942.7	559.2	1,601.9
%YoY											
매출액	-13.1	-45.1	-32.0	-24.9	-14.1	48.1	30.1	30.7	-28.9	20.0	55.8
영업이익	적전	적전	적전	-44.8	흑전	흑전	흑전	341.3	적전	흑전	113.1
세전이익	적전	적전	-95.1	적자축소	흑전	흑전	1,458.2	흑전	적전	흑전	186.2
순이익(지배)	적전	적전	적전	적자축소	흑전	흑전	흑전	흑전	적자확대	흑전	186.5
%QoQ											
매출액	-3.4	-35.5	16.9	3.0	10.5	11.3	2.7	3.5			
영업이익	적전	적자축소	적자축소	흑전	132.1	42.4	42.4	-6.2			
세전이익	적자확대	적자축소	흑전	적전	흑전	107.3	76.0	-18.9			
순이익(지배)	적자확대	적자축소	적자축소	적자축소	흑전	101.9	76.0	-17.8			

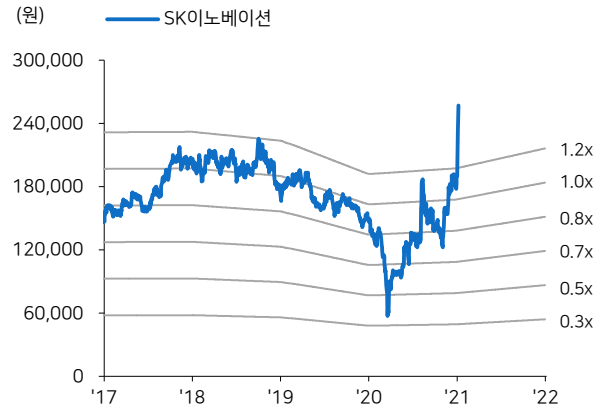
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



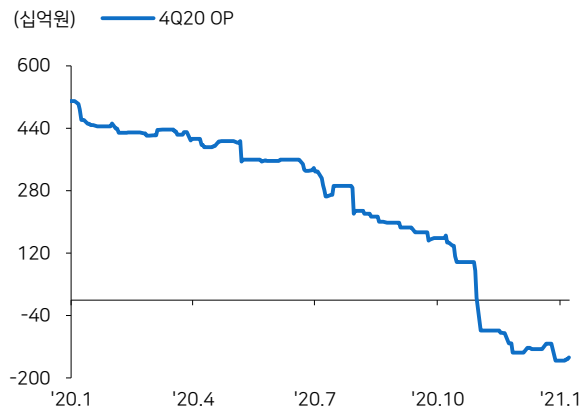
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



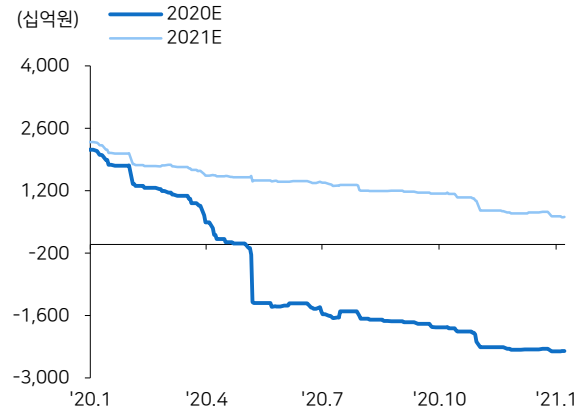
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 SK이노베이션 4Q20 영업이익 컨센서스 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 SK이노베이션 연간 영업이익 컨센서스 추이



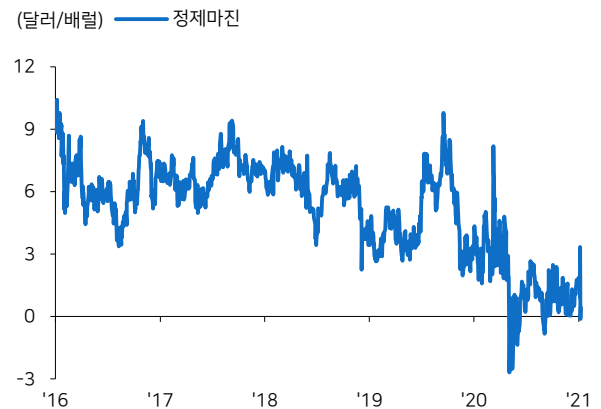
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 WTI 유가 추이



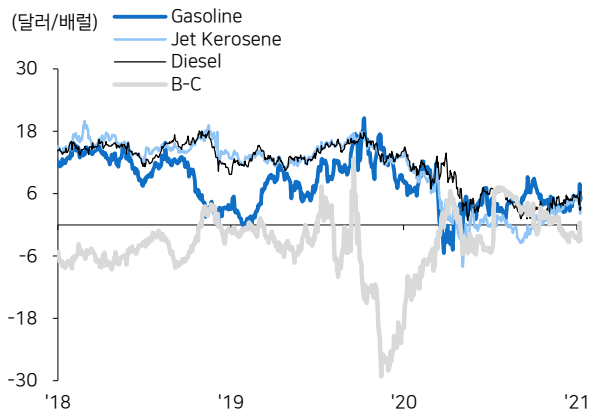
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 정제마진 동향



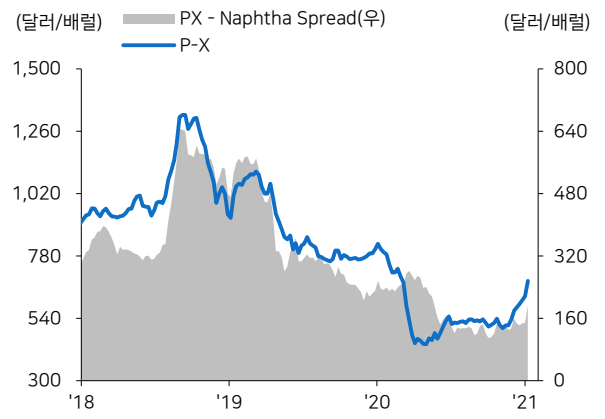
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 제품별 마진 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 P-X 가격 및 스프레드 동향



자료: 메리츠증권 리서치센터

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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

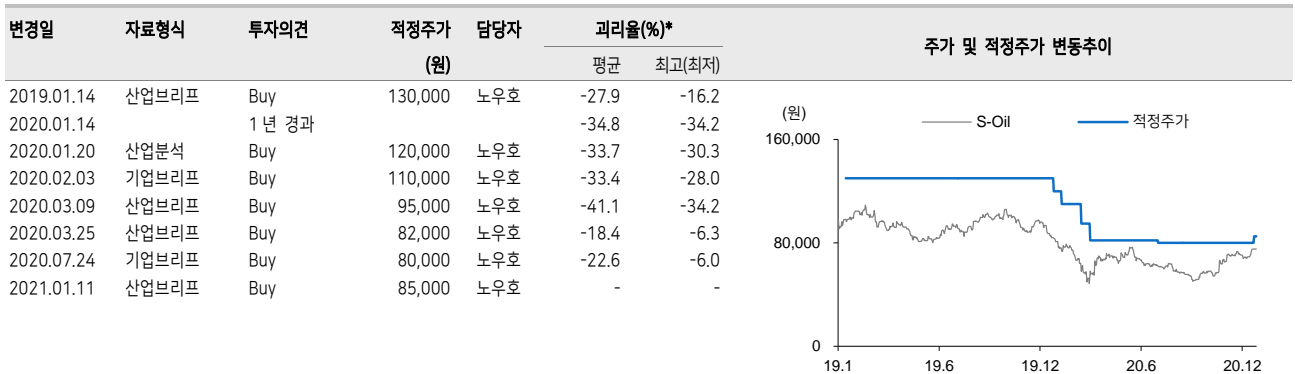
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

