



▲ 이차전지/석유화학
 Analyst **노우호**
 02. 6454-4867
 wooho.rho@meritz.co.kr
 RA **이지호**
 02. 6454-4885
 jiholee@meritz.co.kr

Overweight

Top Pick

S-Oil(010950)	Buy	115,000원
---------------	-----	----------

관심종목

SK이노베이션(096770)	Buy	295,000원
-----------------	-----	----------

정유

3Q22E Preview: Overshooting의 정상화

- ✓ 정유 2개사는 유가 및 정제마진 QoQ 급락으로 이익 추정치 하향 조정
 → SK이노베이션 -75% QoQ, S-Oil -77% QoQ
- ✓ 당사의 하향된 연간 유가 전망치 적용(WTI유가 22년 80달러/배럴, 23년 75달러/배럴)으로 22~23년 연간 영업이익 YoY 기저효과(High) 불가피
- ✓ 정유업에 기존 의견(비탄력적 공급의 역설적 수혜)는 유지. 단, 수요 전망치 하향에도 타이트한 공급여건으로 정제마진 가정은 7.1달러/배럴
- ✓ 정유업의 비탄력적 공급의 수혜는 유효, 정유산업의 최선호주는 S-Oil을 제시

3Q22 Preview: 이익 추정치를 하향하나, 정유업에 긍정적 의견은 유지

수요 감소 우려와 중국의 석유수출 쿼터 확대 부작용에 당분기에 급락했던 유가/정제마진 영향으로 이익 추정치 하향은 불가피하다. 그럼에도 지난 상반기부터 이어온 정유업의 비탄력적 공급의 역설적 수혜 의견으로 중 단기 긍정적 시각을 유지한다. 경기 우려에도 불구하고, 22년 하반기 중국 석유수요 반등, 항공유 수요 개선 등으로 향후 개선될 수요 증분(연간 +190만배럴 증가)을 고려하면 공급차질 규모는 약 -20만배럴이다. 중 단기 정유업의 타이트한 수급 여건으로 긍정적 의견을 유지한다.

S-Oil: 3Q22E 잠시 쉬어가는 구간

S-Oil의 3Q22 영업이익은 3,877억원을 추정한다. 정유부문은 급락했던 유가/정제마진(재고손실 -6,589억원, 정제마진 -33.8% QoQ)으로 영업이익 1,668억원을 추정한다. 최근 비관적 경기 전망으로 급락했던 유가/정제마진이 단기 업황 Peak-out 우려에도 불구하고, (1) 주요 제품별 타이트한 공급 여건 장기화, (2) 22.10월 중국 당대회 이후 경기부양 정책에 따른 아시아 역내 수요 개선 요인 등으로 긍정적 업황 흐름을 예상한다.

SK이노베이션: SK On 펀더멘털(수익성, 자본조달)에 불확실성 해소 필요

SK이노베이션의 3Q22 영업이익은 5,749억원을 추정한다. SK On은 적자 -1,655억원으로 전분기 대비 적자폭은 축소된다. 단, 당사가 전망했던 SK On의 펀더멘털 요인(수율/수익성, 자본조달)의 명확한 개선이 없다면 배터리 경쟁사들과의 추가 Discount는 불가피하다. 동사의 적정주가는 정유부문 이익 하향 및 SK On 사업가치 하향(현재 논의 중인 Pre-IPO 기준 사업가치 22조원에 지주사 할인율 60% 적용)으로 29.5만원을 제시한다.

(십억원)	3Q22E	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	8,857.8	7,117.0	24.5	11,442.4	-22.6	10,995.8	-19.4
영업이익	387.7	549.4	-29.4	1,722.0	-77.5	767.4	-49.5
세전이익	445.7	473.1	-5.8	1,399.4	-68.2	798.2	-44.2
순이익(지배주주)	334.3	334.6	-0.1	1,014.2	-67.0	537.4	-37.8
영업이익률(%)	4.4	7.7		15.0		7.0	
순이익률(%)	3.8	4.7		8.9		4.9	

자료: S-Oil, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	9,287.0	11,442.4	8,857.8	7,777.6	7,480.5	7,593.9	7,519.2	7,369.7	37,364.9	29,963.3	29,433.1
정유	7,179.1	9,252.1	6,994.9	5,941.7	5,709.4	5,820.4	5,753.2	5,609.4	29,367.8	22,892.4	22,389.9
석유화학	1,366.2	1,302.3	1,285.4	1,290.7	1,262.3	1,283.5	1,284.3	1,286.5	5,244.6	5,116.6	5,225.8
윤활기유	741.7	888.0	577.5	545.2	508.8	490.0	481.8	473.8	2,752.4	1,954.3	1,817.4
영업이익	1,332.0	1,722.0	387.7	534.7	488.5	525.2	520.2	470.3	3,976.4	2,004.3	2,202.2
%OP	14.3%	15.0%	4.4%	6.9%	6.5%	6.9%	6.9%	6.4%	10.6%	6.7%	7.5%
정유	1,202.2	1,445.1	166.8	344.9	293.7	324.0	321.1	274.2	3,159.0	1,213.0	1,344.6
석유화학	-65.6	18.0	82.7	62.1	76.6	88.9	92.4	94.7	97.2	352.6	500.3
윤활기유	195.3	258.9	138.2	127.7	118.2	112.3	106.7	101.4	720.1	438.7	357.3
세전이익	1,195.9	1,399.4	445.7	474.8	541.5	583.2	578.2	418.3	3,515.8	2,121.3	2,326.7
순이익(지배주주)	870.8	1,014.2	334.3	356.1	406.1	437.4	433.7	313.7	2,575.4	1,590.9	1,745.0
%YoY											
매출액	73.8	70.5	24.5	-6.2	-19.5	-33.6	-15.1	-5.2	36.1	-19.8	-1.8
영업이익	111.7	201.6	-29.4	36.6	-63.3	-69.5	34.2	-12.0	85.7	-49.6	9.9
세전이익	156.0	155.0	-5.8	22.0	-54.7	-58.3	29.7	-11.9	87.2	-39.7	9.7
순이익(지배주주)	152.6	146.9	-0.1	23.4	-53.4	-56.9	29.7	-11.9	86.8	-38.2	9.7
%QoQ											
매출액	12.0	23.2	-22.6	-12.2	-3.8	1.5	-1.0	-2.0			
영업이익	240.4	29.3	-77.5	37.9	-8.6	7.5	-1.0	-9.6			
세전이익	207.4	17.0	-68.1	6.5	14.1	7.7	-0.9	-27.7			
순이익(지배주주)	201.8	16.5	-67.0	6.5	14.1	7.7	-0.9	-27.7			

자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

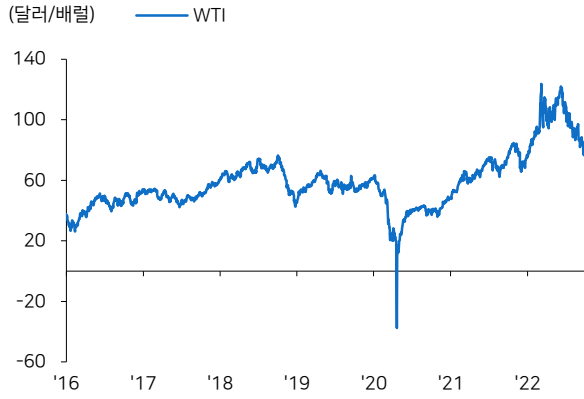
(십억원)	3Q22E	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	16,431.5	12,300.5	33.6	19,905.3	-17.5	19,681.2	-16.5
영업이익	574.9	618.5	-7.1	2,329.2	-75.3	1,072.4	-46.4
세전이익	510.8	703.6	-27.4	2,010.1	-74.6	871.7	-41.4
순이익(지배주주)	365.3	425.5	-14.2	1,276.1	-71.4	622.3	-41.3
영업이익률(%)	3.5	5.0		11.7		5.4	
순이익률(%)	2.2	3.5		6.4		3.2	

자료: SK이노베이션, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	16,261.5	19,905.3	16,431.5	15,538.1	16,827.0	16,763.2	15,850.6	15,592.7	68,136.4	65,033.4	67,545.8
석유	10,642.7	14,016.1	9,897.3	8,606.4	9,666.9	9,554.5	8,357.1	8,014.8	43,162.5	35,593.3	33,744.2
화학	2,806.0	2,892.8	2,749.7	2,619.0	2,695.9	2,660.7	2,656.3	2,562.1	11,067.4	10,575.1	10,408.3
루브리컨츠	1,042.9	1,228.0	885.4	850.7	857.6	837.1	827.1	817.0	4,006.9	3,338.7	3,125.9
SK IET	134.2	138.9	162.7	173.4	243.9	274.6	284.7	337.0	609.3	1,140.1	1,677.0
SK On	1,259.9	1,288.0	2,333.9	2,907.8	3,093.5	3,170.4	3,466.4	3,605.7	7,789.6	13,336.1	17,568.3
광구	420.2	399.5	402.6	380.8	269.3	265.9	259.0	256.0	1,603.1	1,050.1	1,022.1
영업이익	1,649.1	2,329.2	574.9	471.2	337.2	316.5	364.9	414.4	5,024.4	1,432.9	1,995.5
%OP	10.1%	11.7%	3.5%	3.0%	2.0%	1.9%	2.3%	2.7%	7.4%	2.2%	3.0%
석유	1,506.7	2,229.1	553.7	387.7	201.2	116.7	116.9	163.5	4,677.2	598.4	596.4
화학	31.2	76.0	-20.0	6.6	43.9	36.0	21.5	23.8	93.8	125.2	143.2
루브리컨츠	211.6	255.2	114.6	83.0	82.7	80.7	70.6	60.5	664.4	294.5	231.5
SK IET	-7.6	-12.4	-4.5	5.4	12.9	16.6	17.1	22.0	-19.0	68.6	123.5
SK On	-273.4	-326.6	-165.5	-102.9	-68.1	2.6	76.6	83.0	-868.4	94.1	655.6
광구	198.2	166.2	96.6	91.4	64.6	63.8	62.2	61.4	552.4	252.0	245.3
세전이익	1,376.0	2,010.1	510.8	394.3	253.4	229.8	277.5	311.8	4,291.3	1,072.5	1,530.8
순이익(지배주주)	793.7	1,276.1	365.3	285.7	181.2	163.2	195.8	220.0	2,720.9	760.2	2,698.8
%YoY											
매출액	76.0	79.0	33.6	9.6	3.5	-15.8	-3.5	0.4	45.5	-4.6	3.9
영업이익	228.1	359.9	-7.1	272.1	-79.6	-86.4	-36.5	-12.1	186.4	-71.5	39.3
세전이익	흑전	203.7	-30.4	흑전	-81.6	-88.6	-45.7	-20.9	381.2	-75.0	42.7
순이익(지배주주)	흑전	583.0	-14.2	317.6	-77.2	-87.2	-46.4	-23.0	793.3	-72.1	255.0
%QoQ											
매출액	14.7	22.4	-17.5	-5.4	8.3	-0.4	-5.4	-1.6			
영업이익	1,202.4	41.2	-75.3	-18.0	-28.4	-6.1	15.3	13.6			
세전이익	흑전	46.1	-74.6	-22.8	-35.7	-9.3	20.7	12.4			
순이익(지배주주)	1,060.0	60.8	-71.4	-21.8	-36.6	-9.9	19.9	12.4			

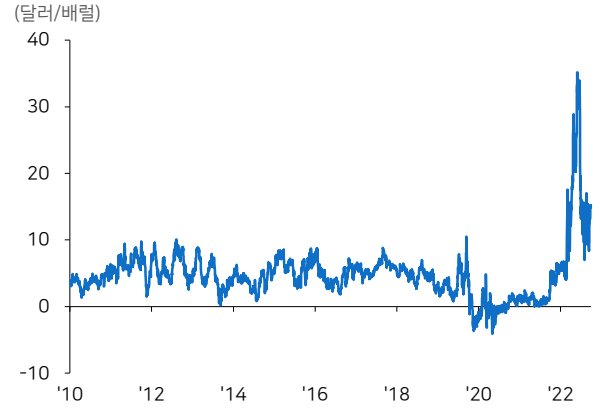
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 국제유가 추이



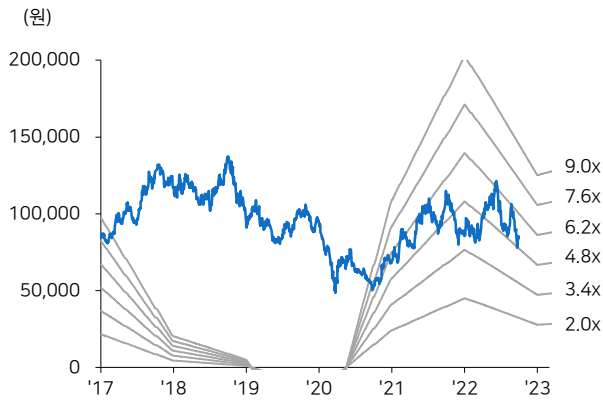
자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림2 정제마진 추이



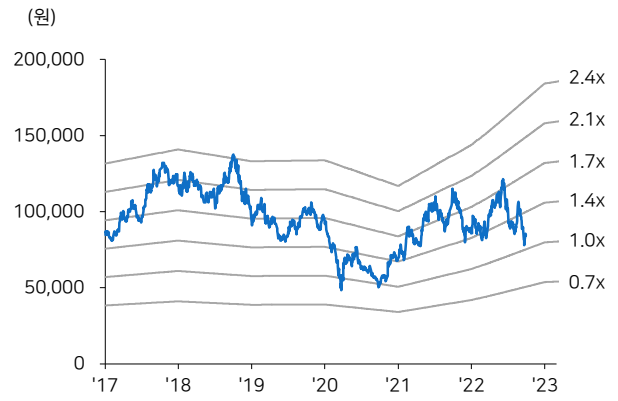
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 S-Oil 12M Fwd PER 밴드 차트



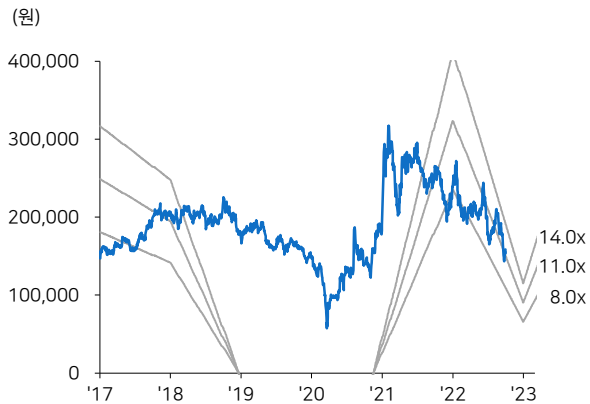
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드 차트



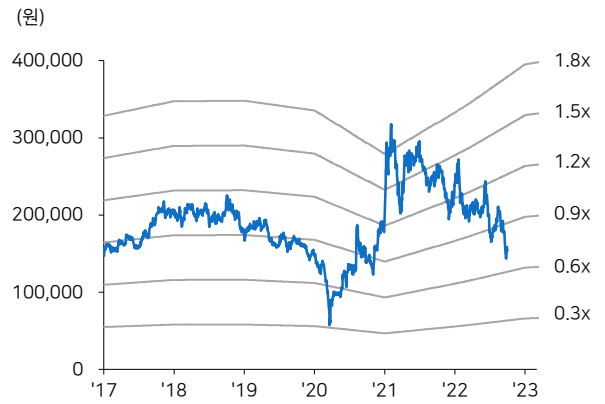
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드 차트



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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 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)	

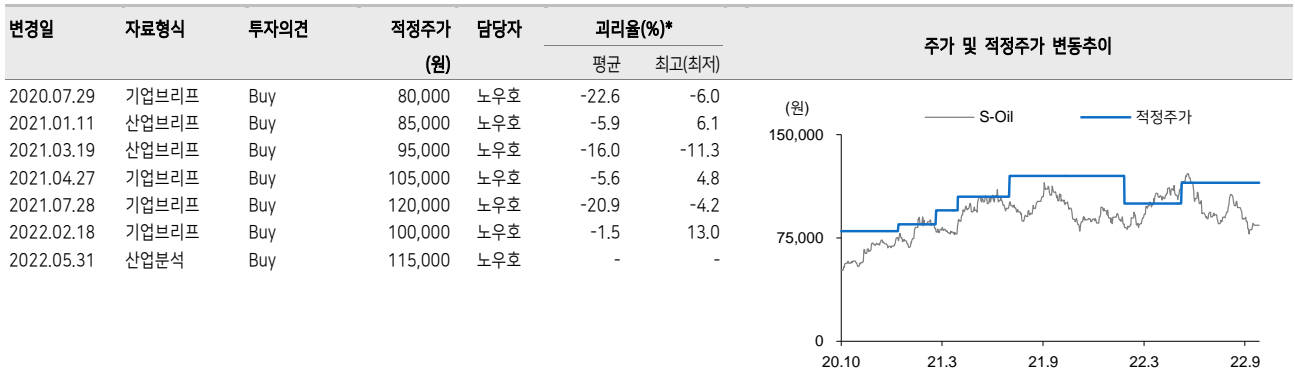
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 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

