

2021. 4. 5



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

S-Oil(010950)	Buy	95,000원
SK이노베이션(096770)	Buy	280,000원

정유

유가 변동폭 축소, 그리고 정유 비중확대

- ✓ 제 15차 OPEC+ 회의의 키워드: 유가 변동폭 억제(안정화)와 속도조절
5~7월 3개월 점진적 증산을 결정, OPEC+의 생산쿼터는 3,810만배럴로 증대 예정
- ✓ 동사의 유가 전망치 WTI 55~65달러/배럴: 올 상반기 변동폭 축소 전망
- ✓ 2021년 정유업종 이익 턴어라운드에 맞춘 비중확대 전략 유지
21년 연간 S-Oil 1.6조원 / SK이노베이션 1.5조원 추정
- ✓ S-Oil 전사 수익성 개선, SK이노베이션 재무구조 개선/자회사 가치 재평가 필요

제 15차 OPEC+ 총회: 3개월간 증산을 결정→ 유가 안정화를 선택

전주 제 15차 OPEC+ 총회는 향후 3개월 간 증산(5~6월 각각 35만배럴, 7월 40만배럴)을 합의했다. 그간 자발적 감산으로 유가 부양을 주도했던 사우디는 감산 규모 축소를 결정했다(25만배럴→ 35만배럴→ 40만배럴). 다음 OPEC+ 총회는 4/28에 개최 예정이다.

WTI 55~65달러/배럴 전망치 유지: 타이트한 수급과 사우디의 견제 전략

OPEC+의 증산 결정 이후 적정 유가 수준에 대한 논란이 있으나, (1) 2021년 타이트한 원유 수급(-200만배럴/일), (2) 현재의 유가가 부담스러운 원유 순수입국 미국, (3) 사우디의 경쟁국가들에 견제 전략(이란-중국, 미국 E&P기업들의 가동률 회복 가능성 차단 등)에서 유추가능한 유가의 상단은 65달러/배럴로 판단한다.

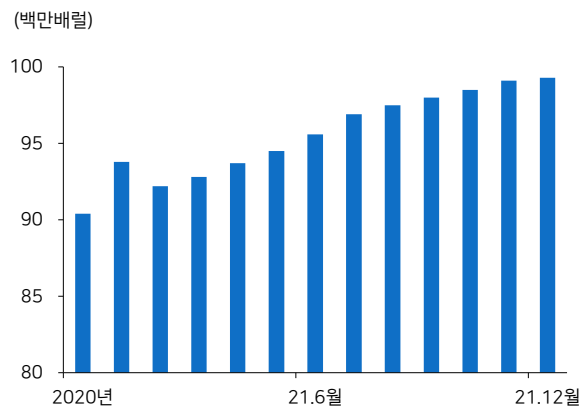
올 하반기 이익 모멘텀 발휘, 업종 비중확대 전략/정유 2개사 Buy 유지

당사의 2021년 유가 전망치 WTI 55~65달러/배럴을 유지한다. 2020년 이후 원유수급 주도권을 보유한 OPEC+가 유가에 적극적인 속도조절을 하는 점, 향후 유가 변동성 축소가 예상된다. 국내 정유사들의 수익성에는 긍정적으로 작용하겠다. 이에 정유업종에 대한 비중확대 전략을 유지한다.

S-Oil에 투자 의견 Buy와 적정주가 9.5만원(21년 추정치 기준 PBR 1.7배)을 유지한다. 21년 미국/중국 주도의 제조업 설비 가동률 상승/주문건수 증가 등의 개선되는 Macro 지수는 수요 정상화 과정을 상징, 정제마진 반등으로 이어질 점이다. 또한, 2021년 연간 정제설비 신규 가동/폐쇄의 Balance의 공급 증가량은 30만배럴/일, 연간 수요 전망치 560만배럴(+6.2% YoY, 21.4월 OPEC의 신규 전망치)를 감안하면 전년 대비 개선된 수급이다.

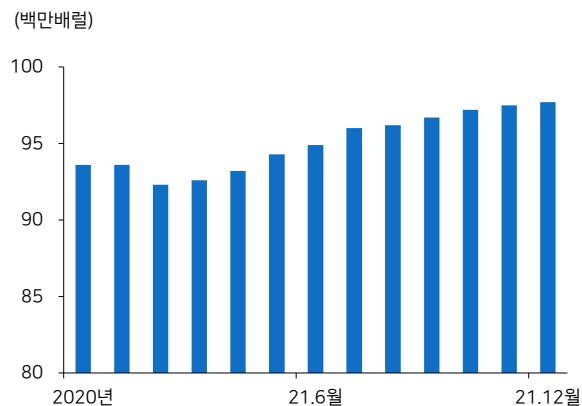
SK이노베이션은 연초 이후 주가 낙폭(고점 대비 -24% 하락)에 따른 Valuation 매력도가 높다는 점이다. 현 시점 SK이노베이션에 Buy 의견을 제시하는 배경은 (1) 가시화된 재무구조 개선 움직임, (2) 본업 이익 턴어라운드와 자회사 가치(SK IoT 상장가치 5.5~7.5조원, 21년 EV배터리 가치 12조원(미국 배터리 사업 소용 Risk 감안)이다. SK이노베이션에 적정주가 28만원을 유지, 현 주가 대비 상승여력 유효하다.

그림1 OPEC의 2020년 이후 원유 수요 전망



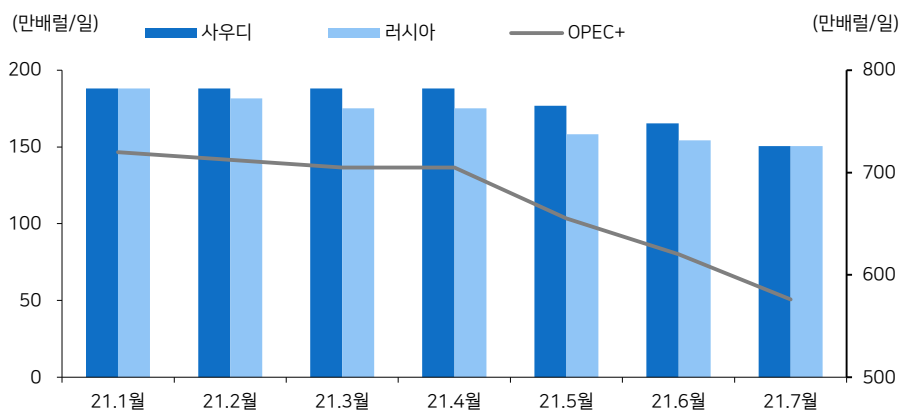
자료: OPEC, 메리츠증권 리서치센터

그림2 OPEC의 2020년 이후 산유량 점검



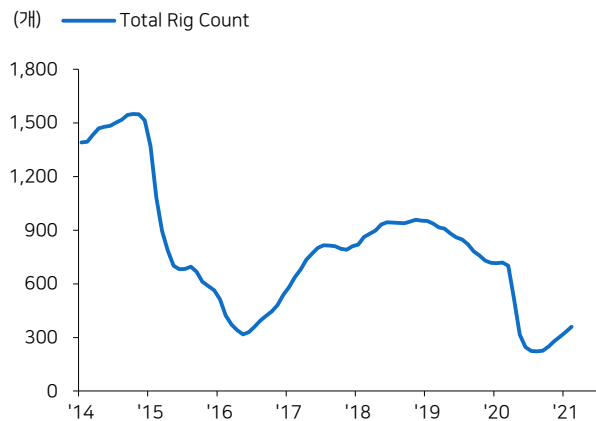
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 OPEC+의 감산 전망치



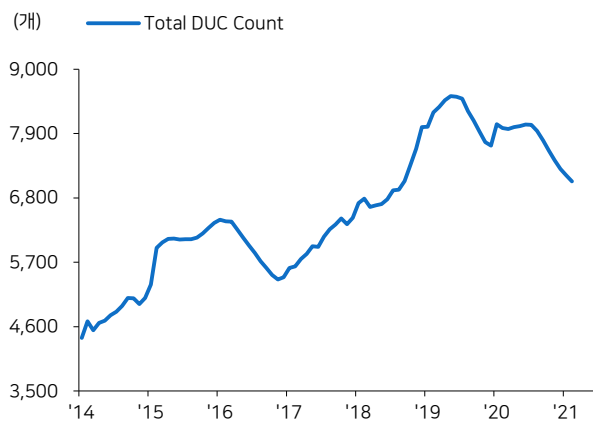
자료: OPEC, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 Rigs 추이



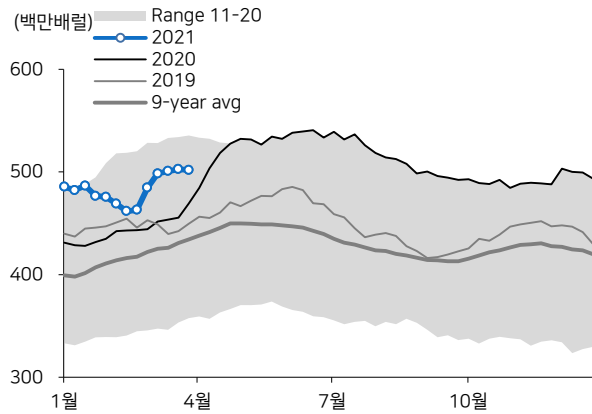
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 DUC 추이



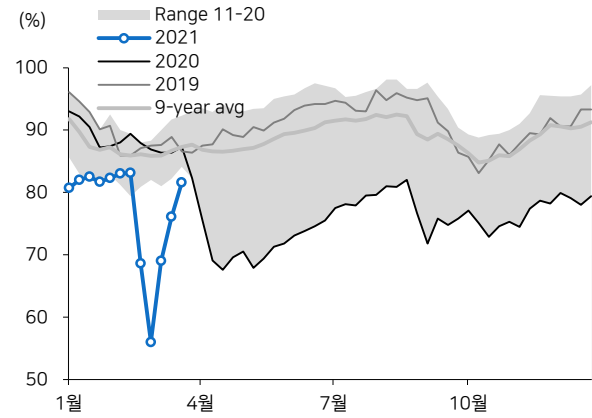
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 주간 평균 원유 재고량 추이



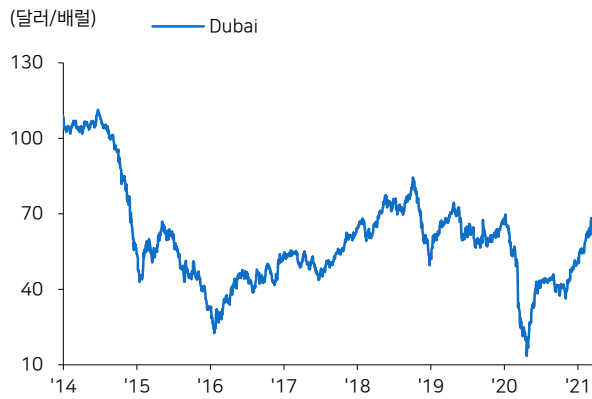
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 정유사 주간 평균 가동률 추이



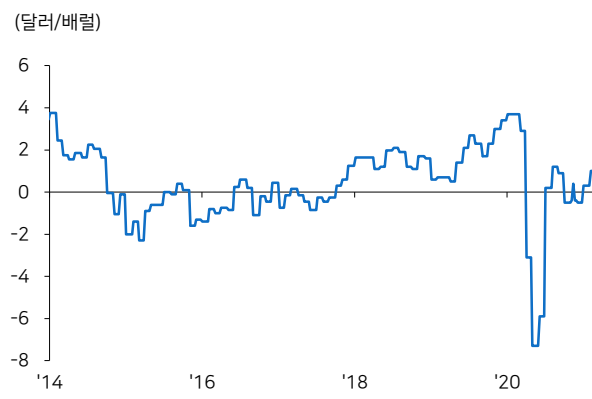
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림8 Dubai 유가 흐름



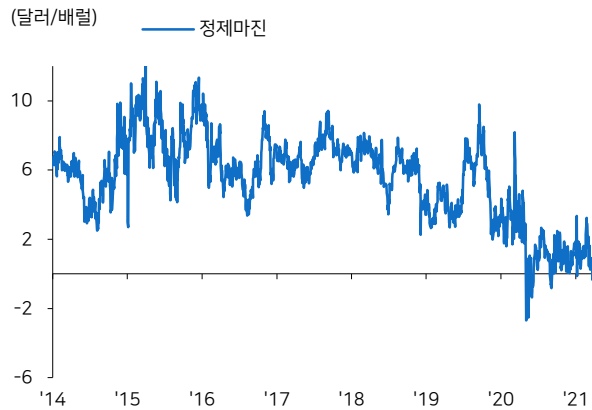
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 OSP 추이



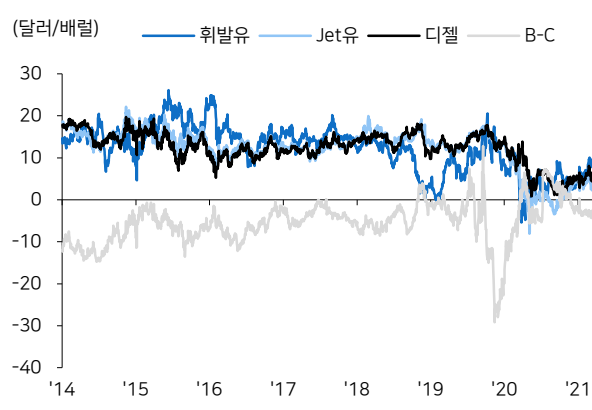
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 정제마진 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 제품별 마진 흐름



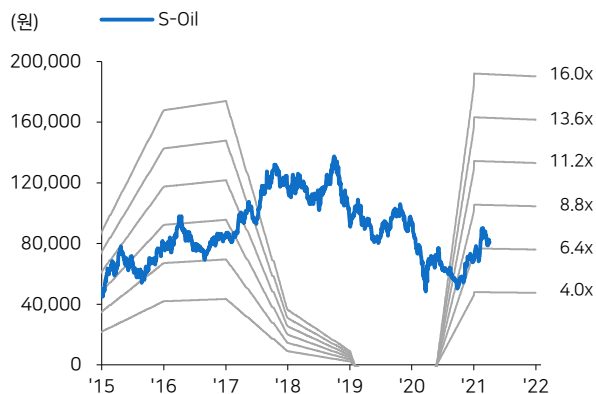
자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 S-Oil 분기별 실적 추정

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	5,198.4	3,451.8	3,899.2	4,280.3	5,052.8	5,486.7	5,561.5	5,516.7	16,829.7	21,617.7	22,550.4
정유	3,956.4	2,591.5	2,991.0	3,096.2	3,613.0	4,017.1	4,073.3	4,031.4	12,635.1	15,734.8	16,380.9
석유화학	808.1	589.1	642.5	822.4	1,029.9	1,043.5	1,059.3	1,053.5	2,862.1	4,186.2	4,413.5
유탄기유	433.9	271.3	265.6	361.7	409.9	426.0	428.9	431.7	1,332.5	1,696.5	1,755.9
영업이익	-1,007.3	-164.3	-9.3	81.7	444.8	325.5	429.1	469.1	-1,099.2	1,668.5	2,023.0
%OP	-19.4%	-4.8%	-0.2%	1.9%	8.8%	5.9%	7.7%	8.5%	-6.5%	7.7%	9.0%
정유	-1,190.0	-358.7	-57.6	-89.7	244.7	142.5	231.8	270.0	-1,696.0	889.0	1,279.5
석유화학	66.5	91.1	-48.3	72.7	119.5	99.2	112.2	112.7	182.0	443.6	404.3
유탄기유	116.2	103.3	96.6	110.1	80.6	83.8	85.1	86.4	426.2	335.9	339.2
세전이익	-1,209.3	-156.5	28.3	169.7	345.8	369.8	483.5	499.6	-1,167.8	1,698.7	2,110.2
순이익(지배주)	-880.6	-66.9	30.3	121.1	259.3	277.4	362.6	374.7	-796.1	1,274.0	1,582.5
%YoY											
매출액	-4.2	-44.8	-37.5	-33.9	-2.8	59.0	42.6	28.9	-31.0	28.4	4.3
영업이익	적전	적자확대	적전	760.0	흑전	흑전	흑전	474.2	적전	흑전	21.2
세전이익	적전	적자축소	-61.8	126.9	흑전	흑전	1,608.5	194.4	적전	흑전	24.2
순이익(지배)	적전	적자축소	-41.3	153.9	흑전	흑전	1,096.7	209.4	적전	흑전	24.2
%QoQ											
매출액	-19.7	-33.6	13.0	9.8	18.0	8.6	1.4	-0.8			
영업이익	적전	적자축소	적자축소	흑전	444.4	-26.8	31.8	9.3			
세전이익	적전	적자축소	흑전	499.6	103.8	6.9	30.7	3.3			
순이익(지배)	적전	적자축소	흑전	299.7	114.1	7.0	30.7	3.3			

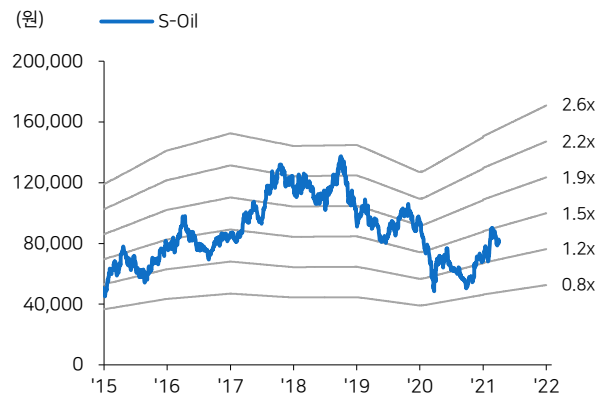
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 SK이노베이션 분기별 실적 추정

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	11,163.0	7,199.6	8,419.2	7,382.7	8,733.5	10,815.3	10,876.4	10,671.4	34,164.5	41,096.6	41,241.8
석유	8,033.1	4,517.7	5,317.9	4,769.2	4,946.8	6,902.6	6,942.6	6,633.8	22,637.9	25,425.8	22,159.5
화학	1,972.2	1,680.5	1,782.0	1,619.4	2,029.0	2,075.6	2,089.0	2,153.1	7,054.1	8,346.7	10,206.2
루브리컨츠	641.8	475.2	602.3	652.0	767.9	771.4	775.6	768.2	2,371.3	3,083.1	3,033.4
석유개발	134.3	78.3	127.6	14.0	41.3	41.9	40.4	42.1	354.2	165.7	148.5
소재	96.1	96.1	96.1	96.1	107.7	108.6	115.4	125.0	384.5	456.6	584.4
EV배터리	288.8	338.2	486.0	497.2	840.9	915.1	913.5	949.2	1,610.2	3,618.7	5,109.9
영업이익	-1,775.2	-439.7	-28.9	-324.9	287.6	262.0	449.3	513.9	-2,568.7	1,512.8	2,474.2
%OP	-15.9%	-6.1%	-0.3%	-4.4%	3.3%	2.4%	4.1%	4.8%	-7.5%	3.7%	6.0%
석유	-1,636.0	-432.9	38.6	-192.5	275.1	159.5	298.5	352.8	-2,222.8	1,085.9	1,610.2
화학	-89.8	68.2	-53.4	-46.2	38.0	79.5	82.7	60.6	-121.2	260.8	289.1
루브리컨츠	28.9	37.4	70.6	125.3	90.8	91.2	91.7	90.9	262.2	364.6	314.9
석유개발	-45.3	11.8	18.0	1.6	9.9	10.1	9.7	10.1	-13.9	39.8	35.6
소재	27.0	43.7	29.9	25.3	29.7	30.6	35.9	30.4	125.9	126.5	151.8
EV배터리	-104.0	-115.0	-97.2	-108.9	-155.9	-108.8	-69.2	-31.0	-425.1	-364.9	72.7
세전이익	-2,047.2	-480.4	12.2	-259.5	218.2	187.9	371.3	418.7	-2,774.9	1,196.1	2,105.1
순이익(지배주주)	-1,558.0	-351.8	-23.7	-239.3	172.9	145.0	286.5	327.4	-2,172.8	931.8	1,639.0
%YoY											
매출액	-13.1	-45.1	-32.0	-32.8	-21.8	50.2	29.2	44.5	-30.7	20.3	0.4
영업이익	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	63.6
세전이익	적전	적전	-95.1	적자축소	흑전	흑전	2,943.4	흑전	적전	흑전	76.0
순이익(지배)	적전	적전	적전	적자축소	흑전	흑전	흑전	흑전	적자확대	흑전	75.9
%QoQ											
매출액	1.6	-35.5	16.9	-12.3	18.3	23.8	0.6	-1.9			
영업이익	적전	적자축소	적자축소	적자확대	흑전	-8.9	71.5	14.4			
세전이익	적자확대	적자축소	흑전	적전	흑전	-13.9	97.6	12.8			
순이익(지배)	적자확대	적자축소	적자축소	적자확대	흑전	-16.1	97.6	14.3			

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



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 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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.01.29	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-28.2	-16.2	
2020.01.20	산업분석	Buy	120,000	노우호	-33.7	-30.3	
2020.02.03	기업브리프	Buy	110,000	노우호	-33.4	-28.0	
2020.03.09	산업브리프	Buy	95,000	노우호	-41.1	-34.2	
2020.03.25	산업브리프	Buy	82,000	노우호	-18.4	-6.3	
2020.07.24	기업브리프	Buy	80,000	노우호	-22.6	-6.0	
2021.01.11	산업브리프	Buy	85,000	노우호	-5.9	6.1	
2021.03.19	산업브리프	Buy	95,000	노우호	-	-	

SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.03.19	산업분석	Buy	240,000	노우호	-31.3	-18.5	
2020.01.20	산업분석	Buy	210,000	노우호	-38.1	-35.5	
2020.02.03	기업브리프	Buy	180,000	노우호	-29.3	-21.9	
2020.03.09	산업브리프	Buy	155,000	노우호	-48.4	-35.2	
2020.03.25	산업브리프	Buy	135,000	노우호	-30.3	-25.6	
2020.05.06	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-9.7	5.0	
2020.07.07	기업브리프	Buy	145,000	노우호	-10.6	-6.9	
2020.07.29	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-7.9	13.3	
2020.12.07	산업브리프	Buy	185,000	노우호	8.5	53.0	
2021.01.11	산업브리프	Buy	212,000	노우호	28.6	38.7	
2021.01.21	산업브리프	Buy	245,000	노우호	14.6	17.3	
2021.02.01	기업브리프	Buy	280,000	노우호	-	-	