

INDUSTRY

2021년 4월 8일

정유 (Neutral)**증설, 폐쇄, 그리고 항공유**

정유제품 수요는 2022년 중순에나 2019년 수준을 회복할 전망이다. 다만, 2023년까지 대규모 증설이 계획/진행중으로, 시황 회복에는 시간이 필요하다는 판단입니다. 다행히 대규모 설비 폐쇄가 시작되어 장기적으로 정유업계는 BEP를 수준의 정제마진으로 회복, 유지할 것으로 전망합니다.

국내 정유사들은, 최신/대규모 설비를 갖추고 있어 장기적으로도 경쟁력을 갖추고 있지만 최소 1년간은 가동률 회복이 쉽지 않아보입니다. 한국은 순수출 국가로, 수입국들이 자국 생산량을 소화하고, 수입을 재개해야 하기 때문입니다.

| Contents |

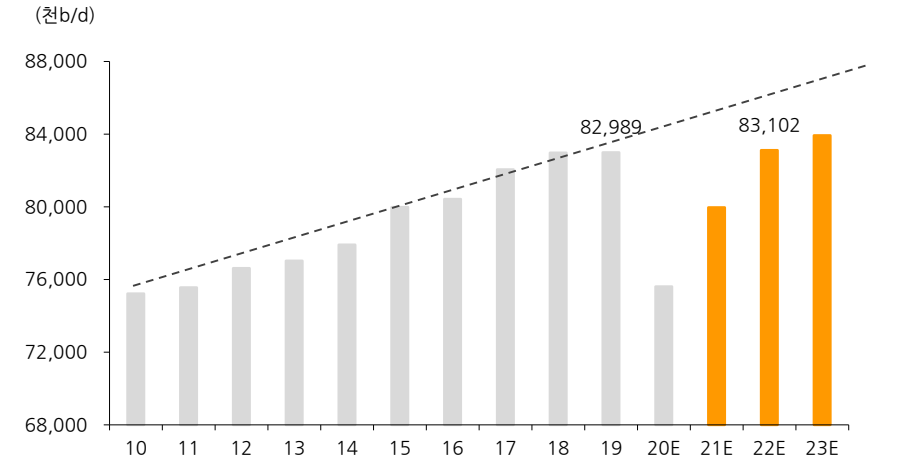
I. 핵심 요약	03
II. 주요 도표	04
III. 정유산업 전망	07
1. 2022~23년 전망: 증설 vs 폐쇄	07
2. 바이오연료/전기차로 전환	13
3. 자동차, 석유화학 전망	15
4. 항공과 정유산업	16
(1) 항공과 정유사	
(2) 코로나19로 인한 항공유 수급 변화	
(3) 중장기 전망: 항공 산업 회복	
(4) 장기 전망: 항공유도 사라질 것	
5. 유가 강세 지속?	22
6. 결론: 2022년 중순까지 완만한 회복	23
IV. 분석대상 종목	25
1. S-Oil	26
2. SK이노베이션	29
3. 현대중공업지주	34
4. GS	38

I. 핵심 요약

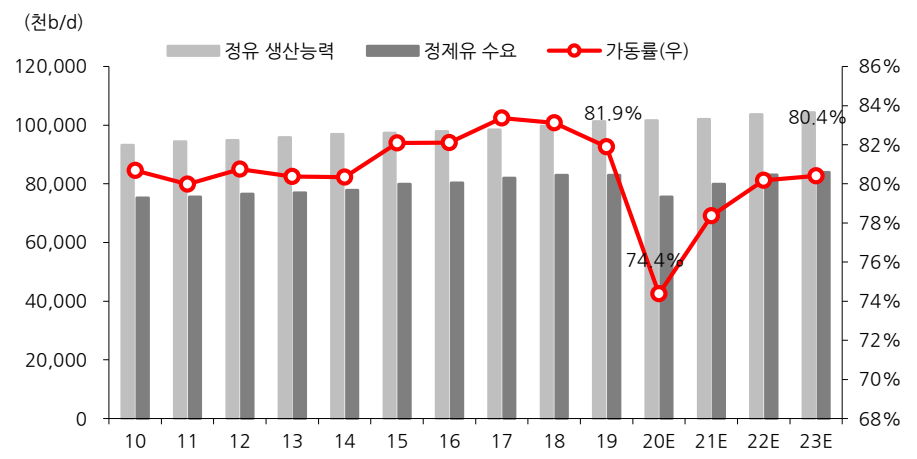
2023년까지 대규모 증설 이어져	정유산업은 2016~18년에 황금기를 경험했는데, 이는 유가 회복/상승 외에도, 직전년도 수요 증가율이 CAGR +1.7%로 높았기 때문이다. 이에 정유사들은 '16~19년 평소보다 많은 신규 증설을 계획하였고, 러시아와 중동은 정유제품 판매를 위해 CDU와 고도화 설비를 증설하기 시작했다. 이 때의 증설 물량은 2023년까지 시장에 대거 유입된다.
다행히 수급악화로 대규모 설비 폐쇄 결정	다행히 코로나19 영향으로 정유업계는 최근 대규모 설비 폐쇄(-220만b/d, Capa 2%)를 발표했다. 또, 향후 10년간 1970~80년에 지어진 3,700~4,000만b/d 규모의 설비들이 폐쇄 후보로 긍정적이다. 다만, 설비 폐쇄는 단순 노후화보다는 수요 감소 영향이 크다.
국내 정유사들은 BEP 수준의 이익을 사수할 수 있을 전망	폐쇄-Cycle은 수급 악화를 의미하며, 상위 정유사들의 BEP를 지켜주는 요인일 뿐이다. 즉, 2020~26년 대규모 폐쇄-Cycle이 진행된다고 하더라도 수요 개선 없이는 향후 4~5년간 정유사 상황 회복은 어려울 것으로 판단한다.
	국내 정유시설들은 1990년대에 의미있는 증설을 시행한 “젊은” 설비들이며, 대형 설비들로 규모의 경제를 갖췄다. 세계적으로 낮은 가동률, 적절한 폐쇄가 진행된다면, 국내 정유사들은 CAPEX를 줄이며 BEP 수준의 이익을 사수할 수 있을 것이다.
한국 항공유 생산 회복은 수입국이 자국 생산량을 소화한 뒤 나타날 것	문제는 항공유다. 국내 정유사들은 항공유 생산과 수출비중이 높는데, 항공 운항편수가 90~95% 이상 회복되기 전까지는 항공유 생산 회복은 제한적일 전망이다. 특히, 한국의 항공유 생산량 회복은 수입국들이 자국 생산량을 소화한 후 수입을 재개하는 시기에 (2022년 상반기) 나타날 것이다.
정유 섹터 Neutral 2022년 중순까지 완만한 수요 회복을 전망	정유섹터 투자의견 Neutral을 제시한다. 완전한 상황 회복(Mid-Cycle 이상)은 수요가 정상화 되는 2024년 이후로 전망되지만, 향후 1년간 완전히 회복될 전망이다.
	단기 Top Pick은 SKIET(분리막) 상장 이슈 및 배터리 사업을 지닌 SK이노베이션이며, 중장기적으로는 Valuation 매력 및 하반기 특수 NCC 설비를 가동하게될 GS와 현대중공업지주도 보유 대상이다. 특히 GS는 2021년부터 GS파워와 GS홈쇼핑이 연결로 편입, 영업이익이 +1,200~1,500억원 추가될 것이다.
Top Pick: SK이노베이션(단기) 현대중공업지주/GS(중장기)	정유사들의 적정주가로는 산업이 장기 Down-Cycle임을 감안, S-Oil(Neutral, TP 8.6만원)은 중/하단 Valuation인 PBR 1.6배를 적용했다. SK이노베이션(BUY, TP 29만원), GS(BUY, TP 6.0만원), 현대중공업지주(BUY, TP 35만원)은 4월 7일 S-Oil 주가를 기준으로 SOTP Valuation을 적용했다. 참고로 각사 목표주가에 적용한 SOTP(지주) 할인율은 SK이노베이션 -30%, 현대중공업지주 -50%, GS -50% 등이다.

II. 주요 도표

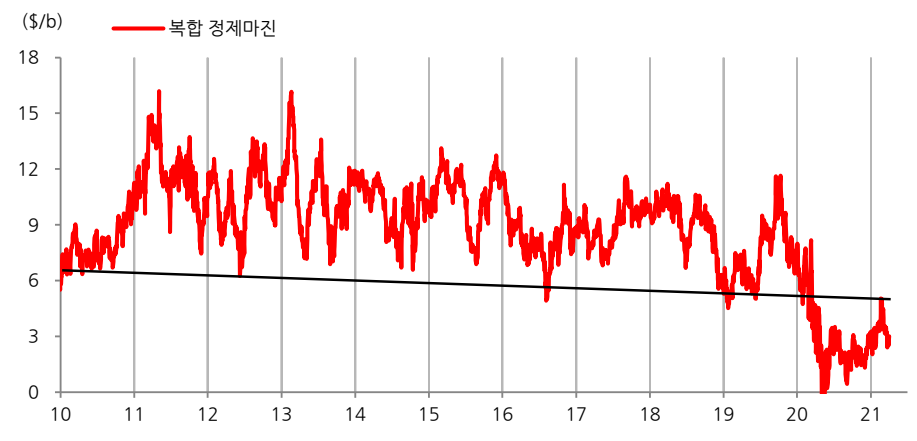
[그림 1] 정유 수요는 2022년 하반기에나 2019년 수준을 회복할 전망



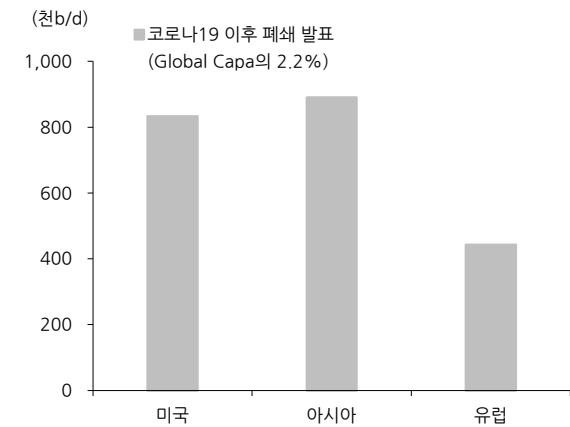
[그림 2] 계획되어 있던 대규모 증설은 진행 중. 정유 가동률(=시황) 회복에는 시간 필요해



[그림 3] 정제마진은 2022년 중순까지 BEP 수준을 회복할 것이나, 그 속도는 완만할 것으로 전망

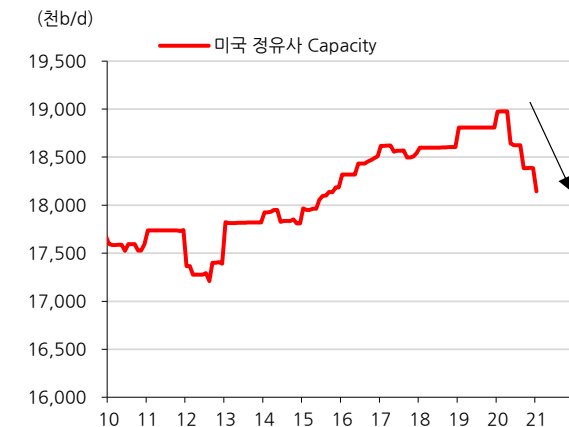


[그림4] 다행히, 전 세계적으로 코로나 19 이후 수요 감소하자 폐쇄 발표하기 시작



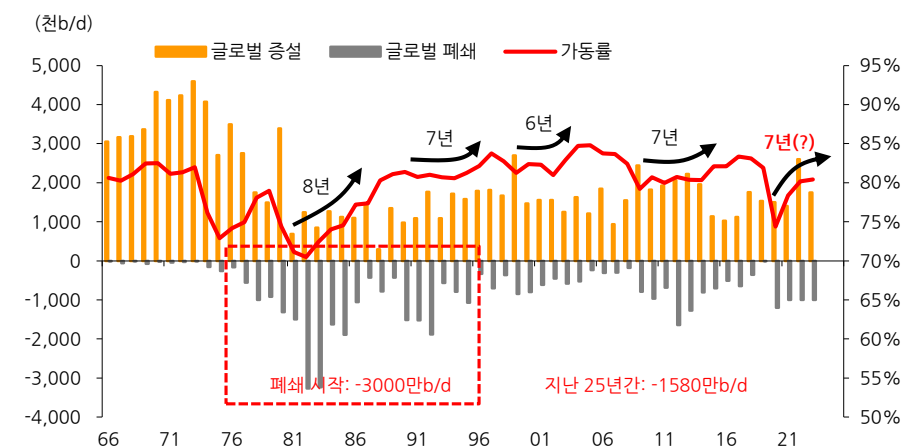
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 미국 정유사 Capa는 2015년 수준으로 하락



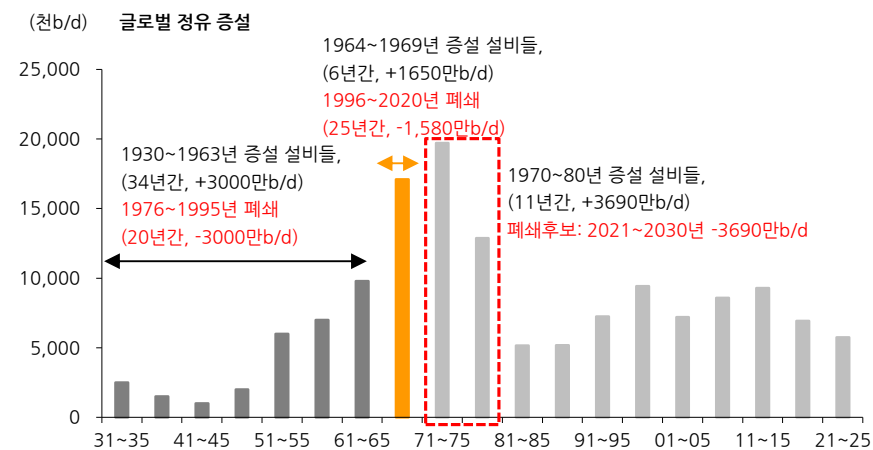
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 정유 업계의 수요/공급에 따른 폐쇄-Cycle은 7년주기



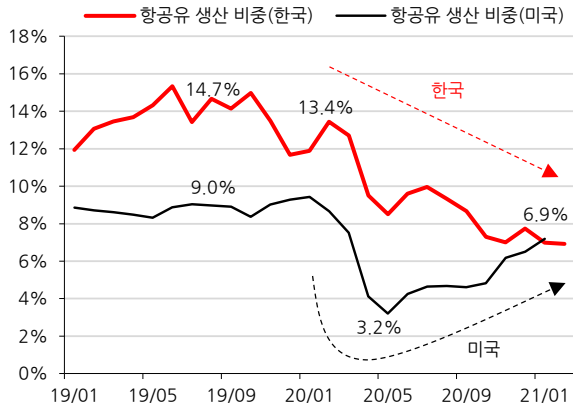
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 잠재적 폐쇄 후보는 무려 3700만 b/d로, 정유사 BEP



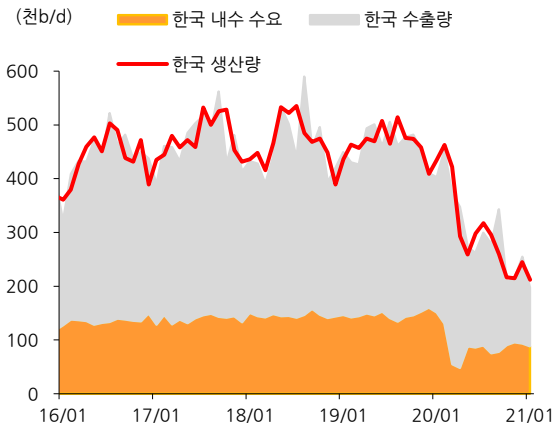
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 한국 정유사들의 항공유 생산량이 회복이 유독 늦는데,



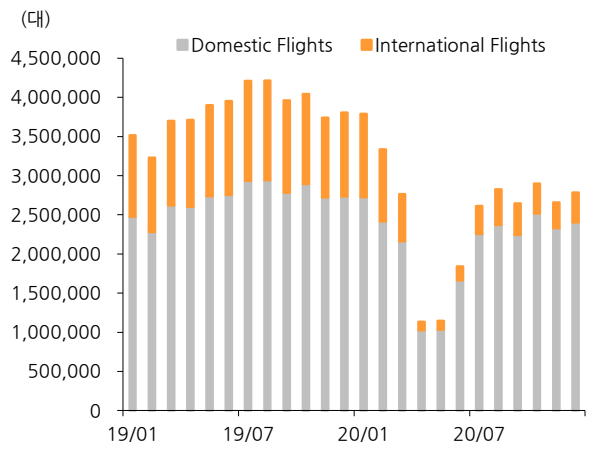
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 이는 한국이 항공유 순수출국이기 때문



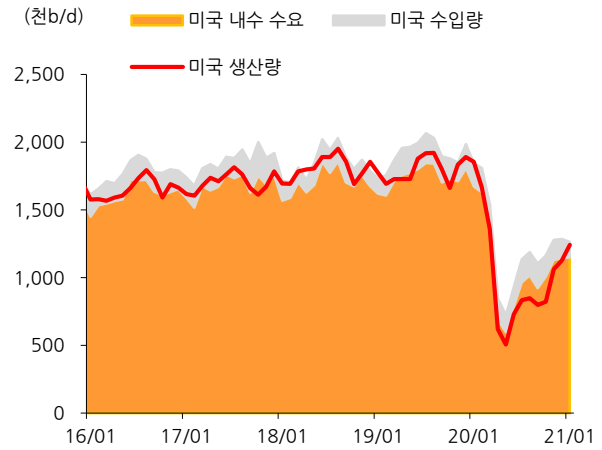
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 전세계적으로 국내선만 회복되고 있으며,



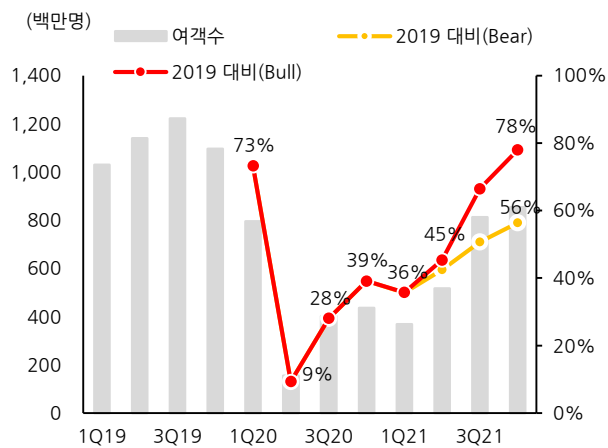
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 내수 수요가 큰 미국 등은 가동률 빠르게 회복 중



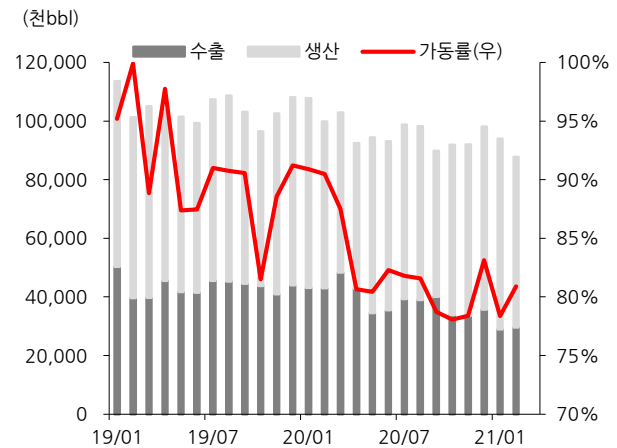
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 코로나 백신 보급에 따른 항공 수요 회복 (2022년 중)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 전체적인 가동률도 수출국인 한국이 늦게 회복될 것



자료: 한화투자증권 리서치센터

III. 정유산업 전망

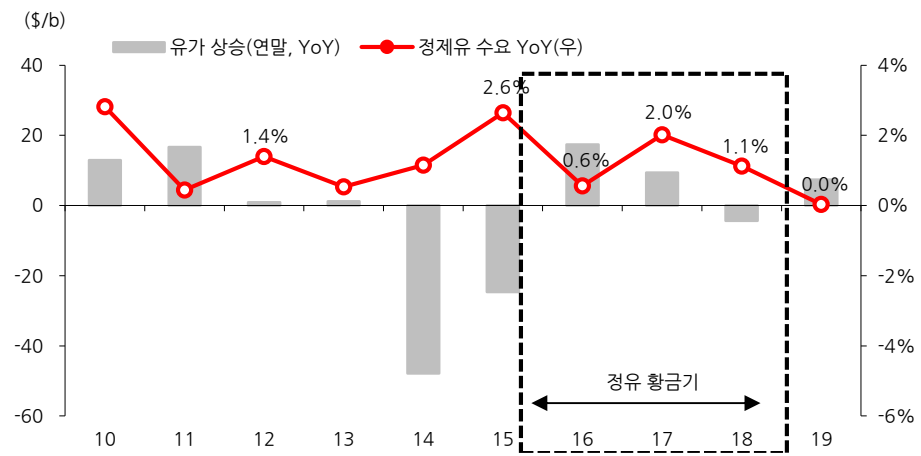
1. 2022~23 년 전망: 증설 vs 폐쇄

1) 2022~23 년, 대규모 증설 예정

정유사들의 대규모 증설은 2018년부터 시작되었는데, 이는 정유사들이 2016~18년에 황금기를 경험했기 때문이다. 당시 유가 회복/상승 외에도, 직전년도(2015~17년) 정유제품의 수요 증가율이 CAGR +1.7%로 직전 10년 평균치 +0.6% 대비 높았다. 해외 정유사들은 대부분 복합 에너지(시추+정제) 기업으로, 유가 상승 및 시황 개선에 큰 자신감을 얻어 평소보다 많은 신규 증설을 강행했다.

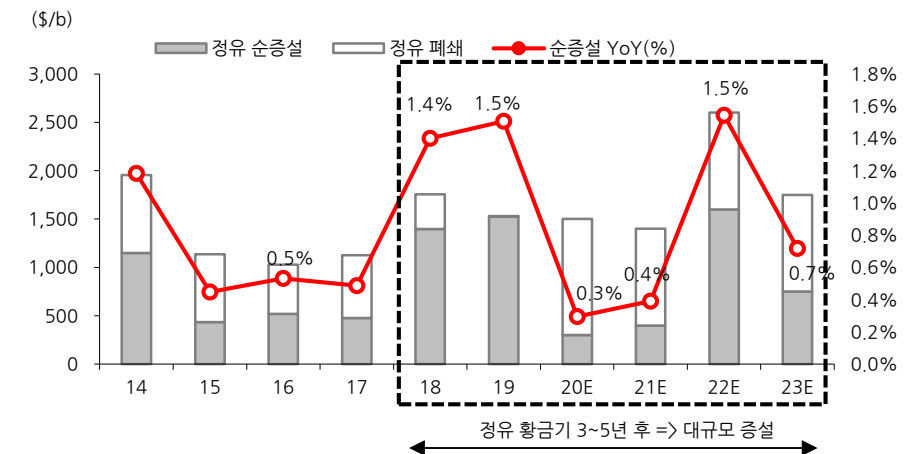
또한, 정유에 관심 없었던 러시아/중동(원유 순수출국)도 2014년말 유가 폭락 경험 후, 포트폴리오 다변화를 위해 CDU와 고도화설비 증설을 계획했다. 통상 정유사 증설은 계획부터 3~5년(+지연)이 소요되기 때문에, 2018~23년에 대규모 증설로 이어졌다.

[그림 14] 유가 상승 및 정유 수요 증가로 시황 개선되자,



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 15] 정유사들은 CDU 증설 시작. 이는 4년후 공급(증설)으로 이어짐



자료: 한화투자증권 리서치센터

2020년 -120만b/d
2021~23년 -100만b/d
폐쇄 가정

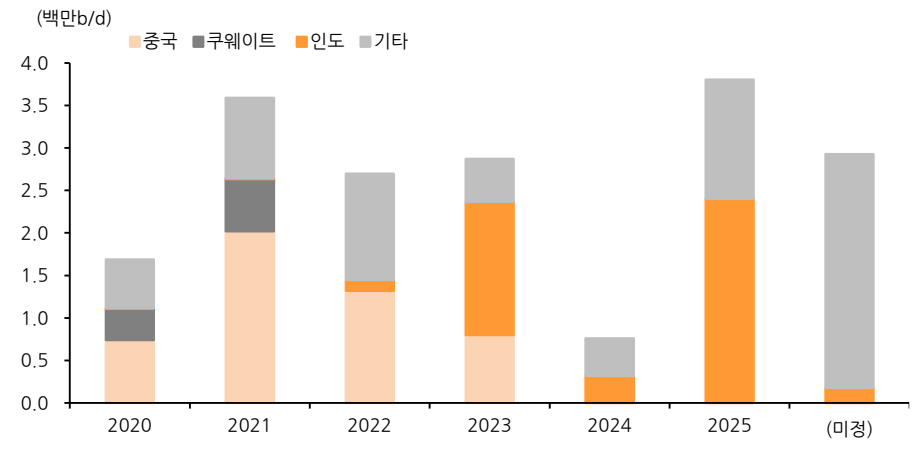
2018~19년에는 폐쇄도 없었음

[그림 16] 정유 증설 계획 집계

2021~23년
최대 +916만b/d로 조사됨

다만, 본 보고서는 +575만b/d
증설 기준으로 작성

*2025년 증설 및 (미정)은
취소될 가능성 높다고 판단됨



자료: EA, Wood Mac, Platts, IHS, 한화투자증권 리서치센터

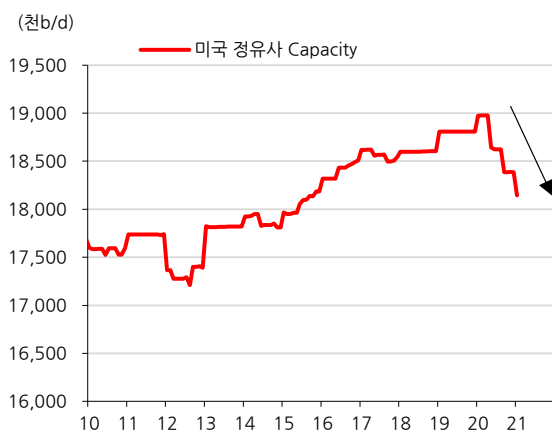
2) 설비 폐쇄도 많지만, 더 많은 폐쇄가 필요해

다행히 코로나19 영향으로 정유업계는 최근 대규모 설비 폐쇄(-220만b/d, Capa의 2%)를 발표 했고, 이는 2020~21년에 진행될 예정이다. 2026년까지도 추가적인 폐쇄(-360만b/d)가 검토 중인 것으로 파악되고 있다.

사실 수요 부족으로 세계 정유 가동률이 평년 대비 -10%p 가량 낮은 상태라, 2021년 순증설이 +40만b/d인지, +220만b/d인지는 중요하지 않다. 기본적으로 수요가 2019년 수준으로 회복될 때까지는 순증설이 없어야 상황 회복이 가능한데, 2023년까지 대규모 증설이 이미 진행중이다.

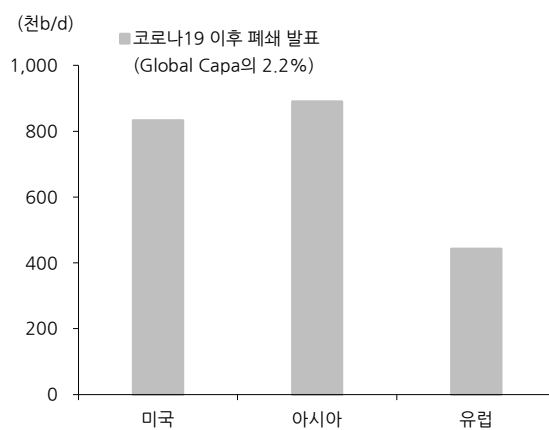
Bloomberg Intelligence는 2022~23년까지 500만b/d(200만b/d 발표)의 폐쇄가 있어야 2019년 가동률 회복이 가능하다고 전망했으며, IEA는 2026년까지 600만b/d(360만b/d 발표)의 폐쇄가 필요하다고 전망하고 있다.

[그림 17] 미국 정유사, 연이은 폐쇄로 Capa 2015년 수준



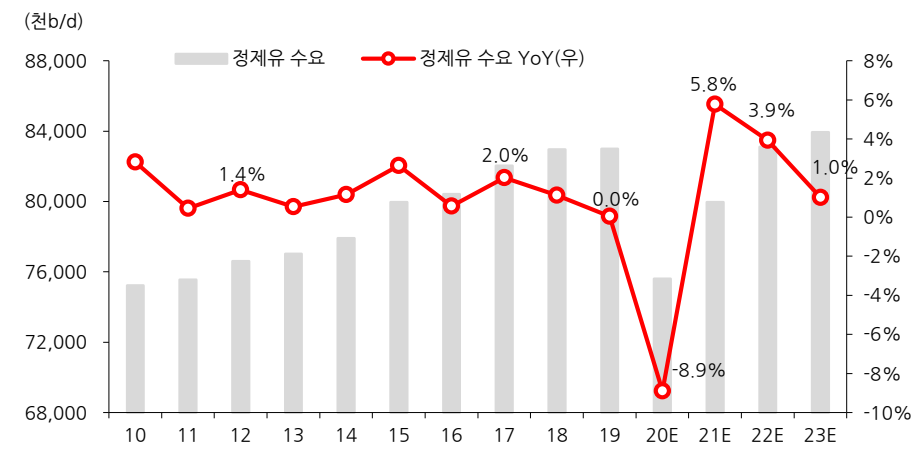
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 18] 코로나 19 이후 폐쇄 발표한 정유사 규모



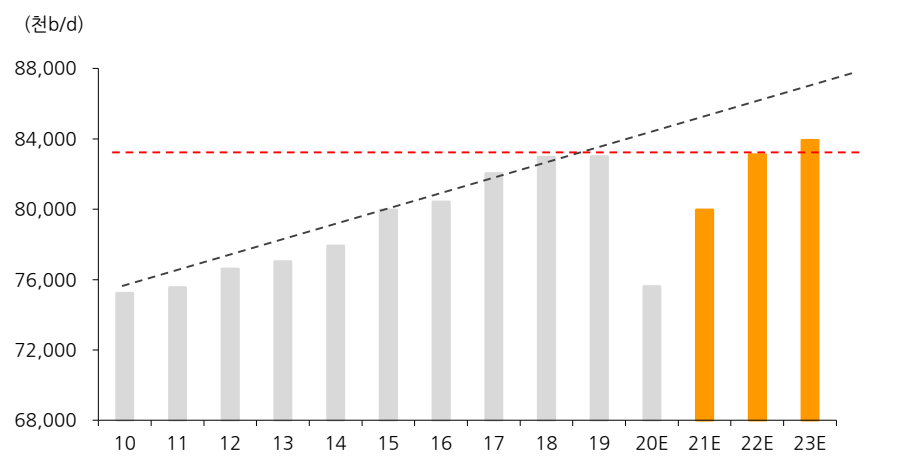
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 19] 정유 수요 추이/전망



자료: BA, 한화투자증권 리서치센터

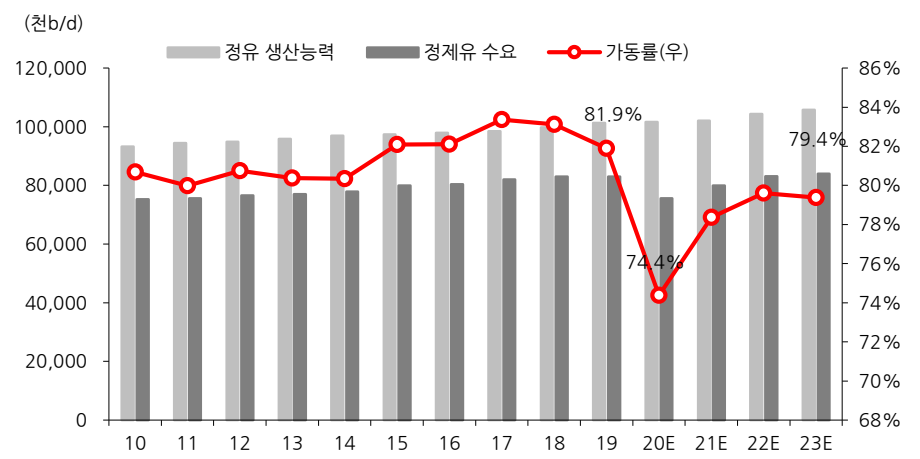
[그림 20] 정유 수요 추이/전망: 2019년 수요 회복되더라도, 증설 소화 위해 시간 필요



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 21] 정유 공급 전망: 2020~23년, 390만톤/년을 적용한 공급 밸런스

수요 회복, 설비 폐쇄에도,
여전히 수급밸런스 부정적



자료: 한화투자증권 리서치센터

3) 얼마나 많은 폐쇄가 가능할까?

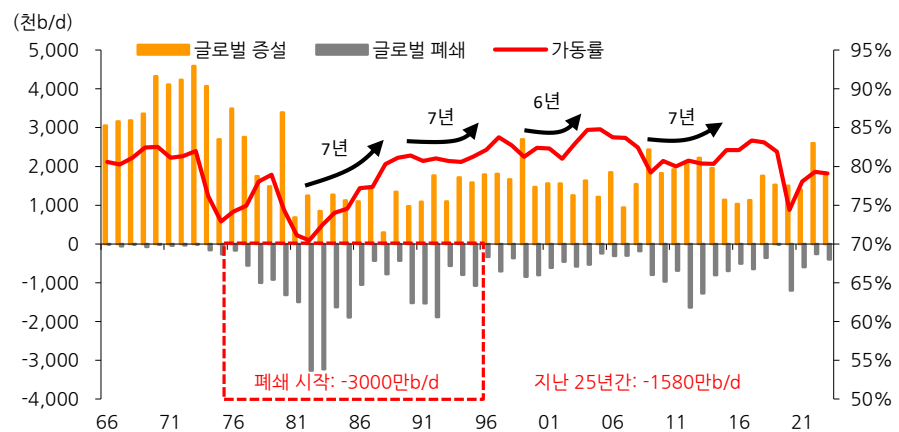
정유사들은 보수만 잘 하면 설비를 “평생” 쓸 수 있다. 현대적인 정제설비는 1850년대 유럽에서 자어지기 시작했는데, IndianOil의 Digboi Refinery(13만b/d)는 1901년부터 꾸준한 관리/보수로 120년째 가동 중이다.

설비 폐쇄는 1974년부터 시작되었는데, 단순 노후화보다는 수요 감소 영향이 크다. 1970년부터 급격한 원전 증설로 발전량 수요가 급감했는데, 이를 예상하지 못한 정유업계는 1966~75년에 대규모 증설을 진행하며 수급 밸런스가 무너지게 되었다. 빠른 설비 폐쇄로, 정유사들은 매년 수백~수천억원에 달하는 장기보수 비용을 아낄 수 있게된다.

이후, 2020년까지(45년간), -4,600~5,000만b/d가 폐쇄된 것으로 추정되는데, 이는 1969년까지 증설된 설비 규모와 같다. 긍정적인 시각에서는, 1970~80년에 지어진 3,700~4,000만b/d 규모의 설비들이 향후(10년간) 폐쇄 후보다. 정유사들에게는 다행이지만, 경제성 하락에 따른 폐쇄로 상황이 개선되기 위해서는 통상 6~7년이 필요해왔다.

*폐쇄 후보 일 뿐,
경제성에 따라
폐쇄 진행될 것

[그림 22] 정유 수급 전망: 2020~23년, 390만b/d 폐쇄를 적용한 수급 밸런스

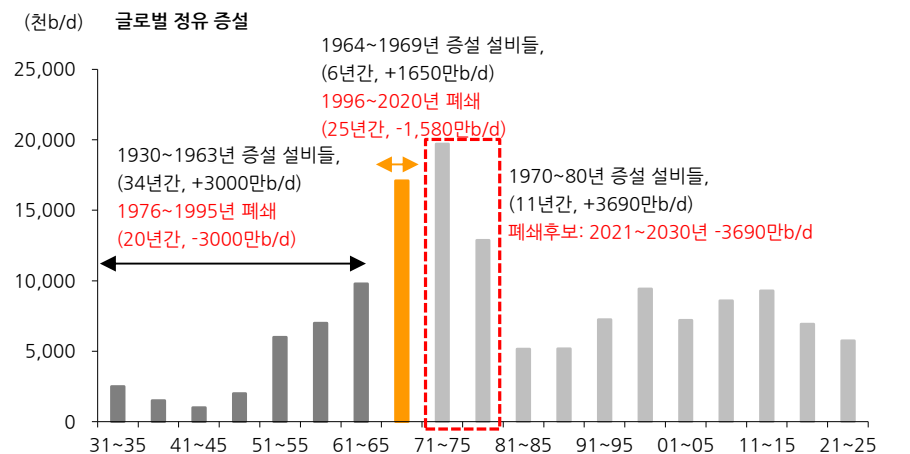


정유사 상황 회복은
폐쇄 시작 6~7년후

이번 폐쇄-Cycle은
2020년이 시작

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 23] 얼마나 많은 폐쇄가 가능할까?

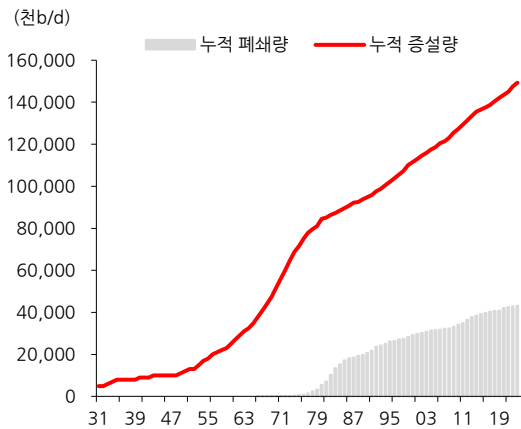


1) 지난 25년간 폐쇄,
-1580만b/d에 불과해

2) 폐쇄후보(-3690만b/d)는
폐쇄후보 일 뿐,
경제성에 따라 진행될 것

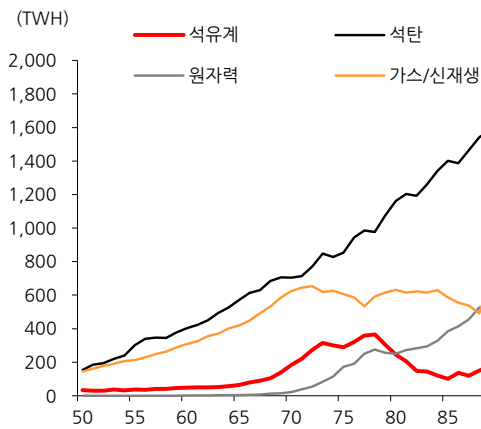
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 정유 증설량과, 폐쇄량



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 발전원별 생산량(미국): 1970 년대에 원전 증가



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 2020년 폐쇄 결정된 정유시설, 대부분 1970년 이전에 증설됨

기업	지역	정유시설명	가동일	폐쇄일	생산능력(b/d) 비교
PES	미국	Philadelphia	1870	2019.07	335,000 폐쇄(2019.06.21 폭발 이후 폐쇄 결정)
Marathon Petro.	미국	Martinez	1915	2020	166,000 재생디젤 생산시설로 전환 예정(2022, 생산용량 7.3억갤런/년)
PBF Energy	미국	Paulsboro	1917	2020.12	160,000
HollyFrontier	미국	Cheyenne	1940	2020.07	48,000 재생디젤 생산시설로 전환 예정(2022년 초, 생산용량 9,000만갤런/년)
Phillips 66	미국	San Francisco	1955	2020	120,000 재생디젤 생산시설로 전환 예정(2024, 생산용량 6.7억갤런/년)
Phillips 66	미국	Santa Maria	1955	2020	44,500
BP Australia	아시아(일본)	Kwinana	1955	2020.1	146,000 수입 터미널로 전환 예정(2022)
Petron	아시아(필리핀)	Bataan	1961	2021.02	180,000 2021년 하반기 재가동 예정(당초 경제적 이유로 영구 폐쇄 고려했으나 필리핀 정부 지원으로 2021년 하반기 재가동 계획)
Shell	아시아(싱가포르)	Pulau Bukom	1961	2023	250,000 총 50,000만 b/d 규모의 정제처리능력 절반인 250,000로 축소 예정
Pilipinas Shell Petro.	아시아(필리핀)	Tabangao	1962	2020.05	110,000 수입 터미널로 전환 예정
Marathon Petro.	미국	Gallup	1964	2020.08	26,000
Refining NZ	아시아(뉴질랜드)	Marsden Point	1964	2022	135,000 수입 터미널 전환 가능성 검토(2022 초)
Shell	미국	Convent	1967	2021.08	211,100
Gunovor	유럽(벨기에)	Antwerp	1968	2020.05	105,000 폐쇄(2020.05, 저장고만 활용 예정)
Eneos	아시아(일본)	Osaka	1971	2020.09	115,000
Marathon Pet.	미국	Dickinson	1976	2020	19,000 재생디젤 생산시설로 전환 예정(2023, 생산능력 12,000b/d)
Yuhuang Shengshi	아시아(중국)	Heze			60,200
Zhonghai Fine Chem.	아시아(중국)	Binzhou			46,100
Binhua	아시아(중국)	Binzhou			96,300
Gunovor	유럽(네덜란드)	Rotterdam			88,000

자료: 한화투자증권 리서치센터

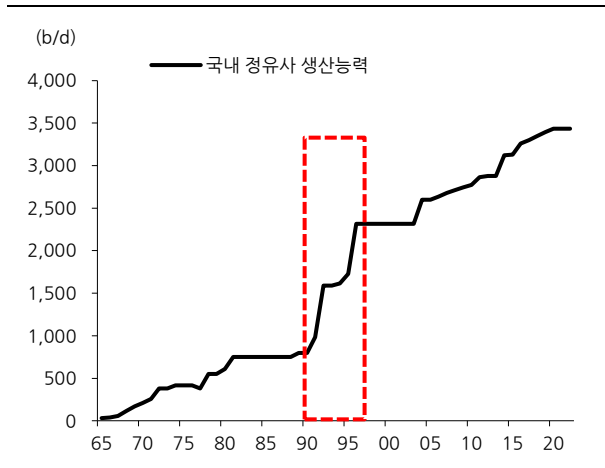
4) 정유사 폐쇄는 좋은 시그널인가?

위에 언급한 것처럼, 폐쇄-Cycle은 설비 노후화 보다는 “수급 악화”를 의미하며 상위 정유사들의 BEP를 지켜주는 요인일 뿐이다. 2020~26년, 대규모 폐쇄-Cycle이 진행된다고 하더라도 뚜렷한 수요 개선 없이는, 향후 4~5년간 정유사 시장 회복(BEP 이상)은 어려울 것이다.

5) 국내 정유사들은 살아남는다: “젊고 크다”

국내 정유사들도 1960~70년대에 설립/증설했지만, 의미있는 규모의 증설은 1990년인 “젊은” 설비들이다. 또한 국내 4사의 공장 규모 세계 3~14위 안에 드는 만큼 규모의 경제 효과도 분명 존재한다. 세계적으로 낮은 가동률, 적절한 폐쇄가 진행된다면, 국내 정유사들은 CAPEX를 줄이며, BEP 수준의 이익을 사수할 수 있을 것이다.

[그림26] 국내 정유사, 대규모 증설은 1990년대



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 세계 정유사들 내 한국 정유사 위치 (697개 중)

	정유사 (설비 규모, CDU 기준)	국가	b/d
1	Reliance (Jamnagar)	인도	1,240,000
2	SK 에너지 (울산)	한국	1,150,000
3	ADNOC (Ruwais)	UAE	817,000
4	GS칼텍스 (여수)	한국	800,000
5	ExxonMobil (Jurong Island)	싱가폴	605,000
6	Saudi Aramco (Port Arthur)	미국	635,000
7	Marathon Pet (Galveston)	미국	585,000
8	PDVSA (Paraguana)	베네수엘라	940,000
9	S-Oil (울산)	한국	580,000
10	ExxonMobi (Baytown)	미국	560,500
11	Marathon Pet (Garyville)	미국	556,000
12	Saudi Aramco (Ras Tanura)	사우디	550,000
13	ExxonMobil(Baton Rouge)	미국	540,000
14	현대오일뱅크 (대산)	한국	520,000
15	Shell (Pulau Bukom)	싱가폴	500,000

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 바이오연료/전기차로 전환

1) 그냥 폐쇄가 아니다

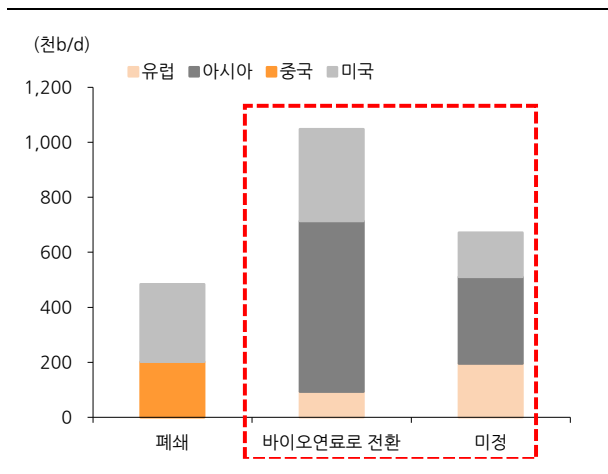
한가지 더 문제가 되는 점은 폐쇄 발표 중 절반이 기존 정제설비를 “바이오연료 설비로 전환(2022~24년)”하고 있다는 것이다. 바이오연료로 전환되는 경우, 이는 예상하지 못한 추가 증설로 돌아오게 된다.

P.11, [표1] 참고

2) 비-전통 연료의 성장

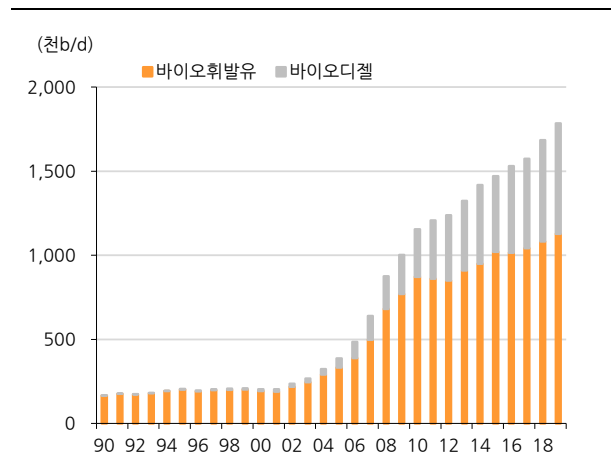
지난 10년간(2009~19년) 정제유 수요 성장률은 CAGR +1.6%이었는데, 석탄/가스/옥수수/폐식용유로 생산되는 비-전통유 성장률이 +3.4%로 늘어나 전체 수요에서 15.6%를 차지하게 되었다. 각국 정책 수혜를 받는 바이오연료 성장률은 +5.9%이다.

[그림27] 코로나 19 이후 폐쇄 발표 (바이오연료로 전환)



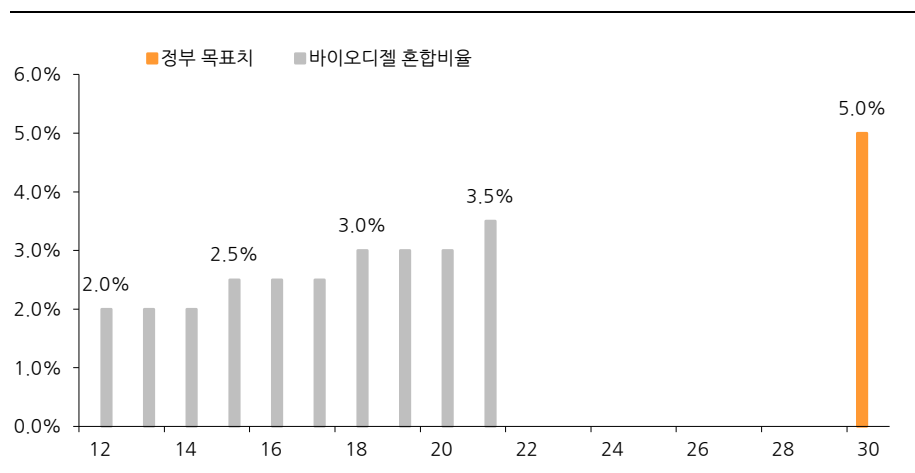
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 바이오휘발유/디젤 Capa 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 디젤 차량 내, 바이오디젤 혼합률 확대 (한국)



자료: 한화투자증권 리서치센터

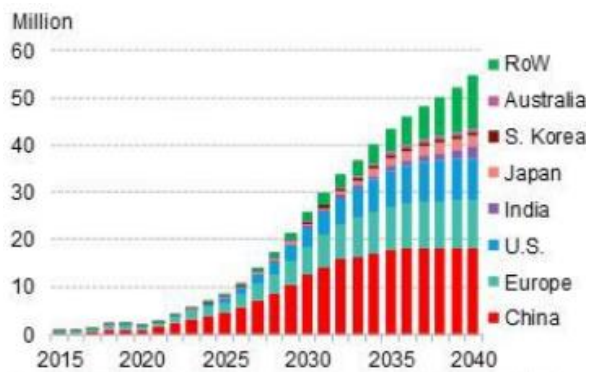
3) 전기차 보급 확대에 따른 정제유 수요 감소

2020년 기준, 자동차용 휘발유/경유 수요(4,200만b/d) 중, 바이오휘발유/디젤이 179만 b/d를 대체하고 있으며, 전기차는 누적 판매대수가 많지 않아 100만b/d만 대체한 것으로 파악되고 있다. 전기차는 누적 대수가 축적된 2030년이 되어야 500만b/d의 정유 수요를 대체할 것으로 전망되고 있다.

2040년까지는 전기차 전환으로 수요 -1,760만b/d, 바이오항공유가 -276만b/d를 대체할 전망이다. 앞서 언급한 폐쇄후보 -3,690만b/d를 고려하면, 큰 문제없이 공급 감소로 해결(Soft-landing) 가능한 수준이다.

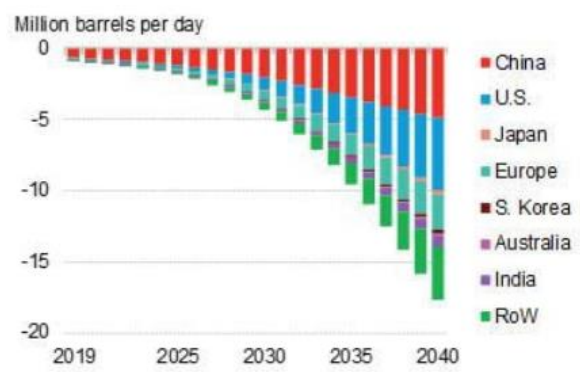
장기적으로도 국내 정유사들이 적절한 수준의 장기보수 비용을 투자한다면, BEP 이상의 마진을 유지하며, 적지만 꾸준한 Cash-Flow를 창출할 수 있을 것이다.

[그림30] 전기차 판매 전망 (BNEF, 2020)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 운송용 연료 수요 전망 (BNEF, 2020)



자료: 한화투자증권 리서치센터

3. 자동차, 석유화학 전방

정유업 전방은 자동차, 석유화학, 항공, 산업 등으로 다양한데, 각 산업의 수요 상황에 따라 생산 비중도 조정할 수 있다. 다만, 이러한 Yield-Shift는 타 전방에서 충분한 수요를 전제로하며, 최적화된 정제설비 세팅에 영향을 줘 비효율적이기도 하다.

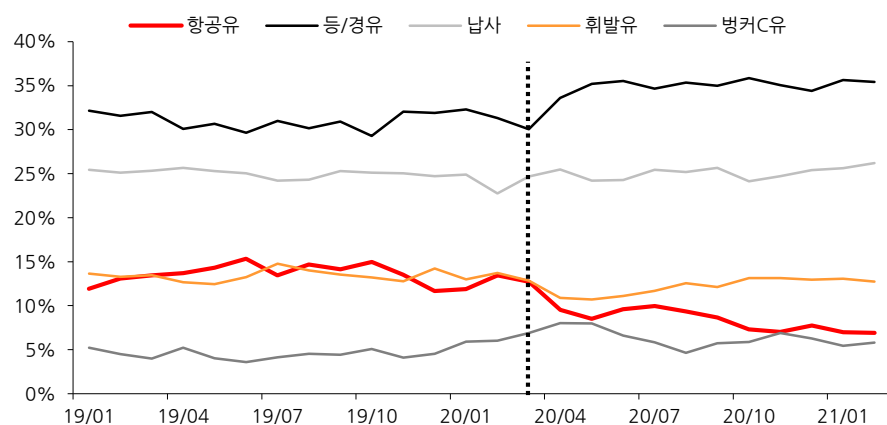
결국 정체마진 정상화를 위해서는 전반적인 시황 개선 혹은 비중이 큰 **휘발유** 마진이 특출 나게 좋아져야 하는데, 코로나19 이후 이동/운송 수요는 재택근무/수업 활성화로 영구히 감소했다. 다만, 자가용(대중교통 대체) 사용이 확대되며 수요 감소 일부를 상쇄하고 있는 것으로 판단된다. 만약, 전세계적으로 근무처 자율화가 트렌드가 되어 평일 국내 여행이 활성화 될 경우 2022년 이후 운송용 연료 수요가 대폭 개선되며 정체마진의 조기 회복/개선을 기대해볼 수도 있겠다.

석유화학은 아직 바이오플라스틱 등 대체재 개발 초기 단계로, 납사의 수요는 최소 2025년까지 수요 증가율이 유지될 전망이다. 실제로, 최근 1년간 정유사 가동률 축소에 따른 공급 부족으로 여타 제품 대비 Outperform했다. 5~10년 후 화학적 분해/재활용이 활성화 될 경우, 납사 수요가 Peak-Out 할 것으로 전망한다.

윤활유도 최근 글로벌 정유사들의 가동률 축소로 공급이 부족해졌다. 두 제품 생산에 강점이 있는 한국 정유 업체들은 실적 방어가 기대된다.

문제는 **항공유**다. 한국 정유사들은 항공유 생산비중(14%)이 특히 높은데, 수출용이 68%로, 세계 수요 감소 시 수출처가 급격히 줄기 때문이다. 항공 운항편수가 코로나19 이전 대비 90~95% 이상 회복되기 전까지는 항공유 생산 회복은 제한적일 전망이다.

[그림 32] 국내 정유사들의 Yield 변화 (코로나 전/후)



자료: 한화투자증권 리서치센터

4. 항공과 정유산업

(1) 항공과 정유사

항공유는 중질계 고급 제품으로, 중동산(중질) 원유 투입비중이 높은 한국 정유사들이 생산하기 적합한 제품이다. 실제로, 십수년간 한국은 항공유 비중을 높혀(4% => 14%) 수출해왔다. 글로벌 등유(항공유) 수요는 약 800만(730만)b/d로, 정유사 제품 중 8%에 해당된다.

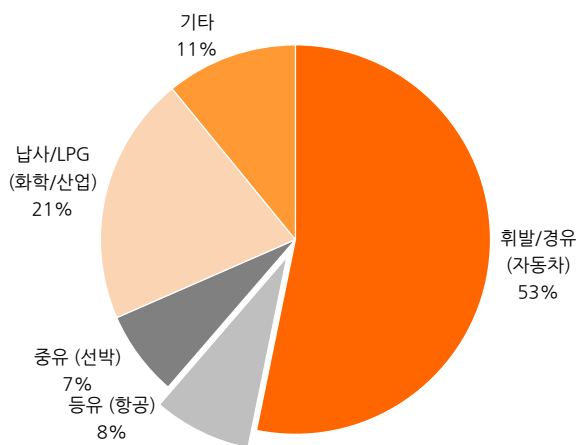
코로나19로 인한 항공유 감소가 정제마진에 미친 영향은 어느정도일까?

코로나19 이후, 2021년 1~2월 국내/글로벌 항공 운항편수는 YoY -50%/-40% 감소했는데, 3월 기준으로는 YoY -29%까지 회복됐다. 회복된 항공 노선은 대부분 국내선/중소형 항공기로 현재의 세계 항공유 수요 감소는 운항편수(YoY -29%) 대비 조금 더 큰 수준(YoY -33%)으로 추정되며, 이는 전체 정제유 수요 -27%에 해당된다.

정유산업의 낮은 수요 증가율(YoY +1.3%)을 감안했을 때, 항공유 수요 회복(+2.7%)이 시장 회복에 필수적이다.

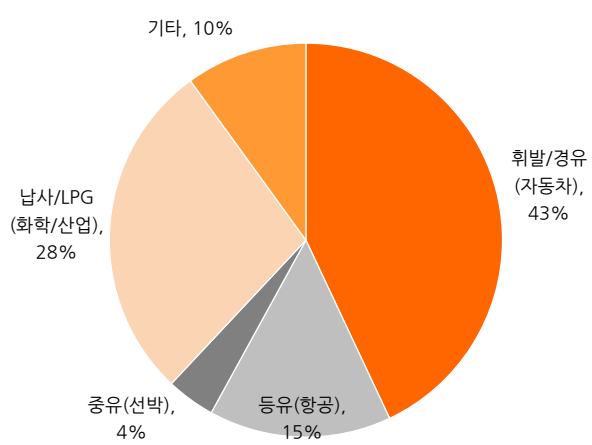
다만, 기대만큼 영향이 크지는 않을 것으로 전망한다. 현재 글로벌 가동률이 코로나19 이전 대비 YoY -5~10%p 낮은 것을 감안하면, 항공유 회복은 정유 산업의 적자폭을 줄여줄 뿐이다. 결국 자동차(전방 53%)에서 의미있는 시장 회복이 나타나야 한다.

[그림33] 항공유, 세계 정제유 수요의 8%에 해당 (2019)



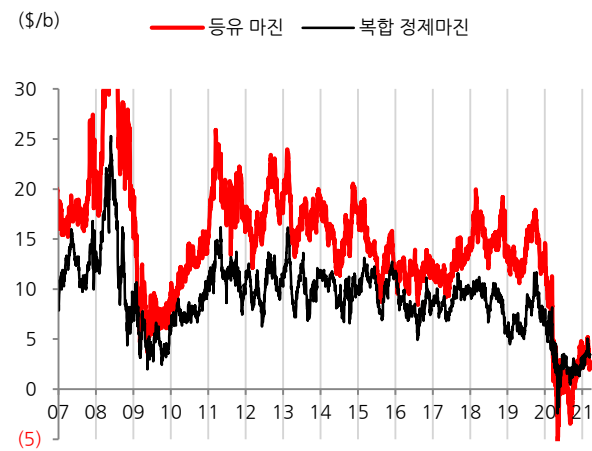
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 항공유, 국내 정유사 비중 15%에 해당 (2019)



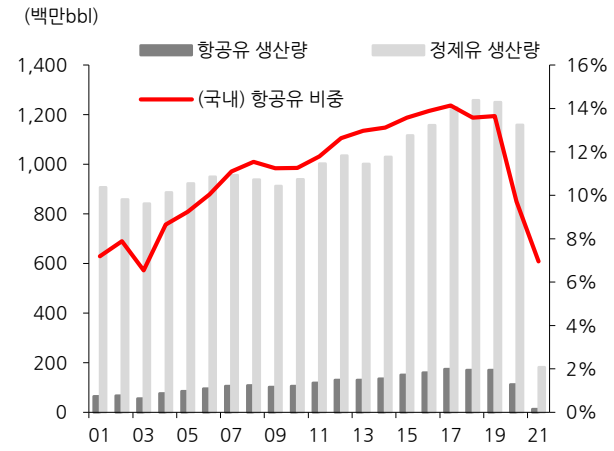
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 등유는 프리미엄 제품이었음



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 한국 정유사 항공유 생산비중 (2001~현재)



자료: 한화투자증권 리서치센터

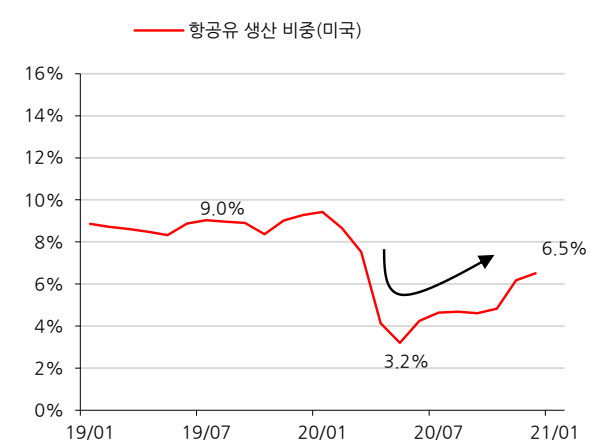
(2) 코로나 19 로 인한 항공유 수급 변화

3월부터 항공유 수요가 급감하자, 한국 정유사들은 생산비중을 13.6%에서 6.9%(2월)로 축소했다. 미국도 항공유 비중을 9% => 3~5%까지 축소했는데, 11월부터 6%대로 회복시키는 모습을 보이고 있다.

한국 항공유 생산 회복이 느린 이유는 3가지인데: 1) 한국은 항공유 초과 생산(+219%) 국가로, 수출 수요가 부진한 경우 생산량을 계속 낮춰야 하며, 2) 중국/미국 대비 국내선 비중이 낮고, 3) 아시아 백신 보급률이 낮아 수요 회복이 더디기 때문이다.

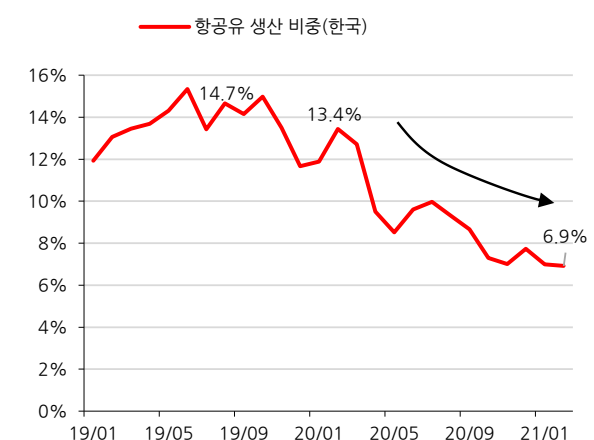
한국의 항공유 생산량 회복은 전세계적으로도 마지막(2022년 상반기)에 나타날 것으로 전망한다. 수입국들이 자국 생산량을 충분히 소화한 후 수입을 재개할 것이기 때문이다.

[그림37] 미국 정유사 항공유 생산비중 (코로나 19 영향)



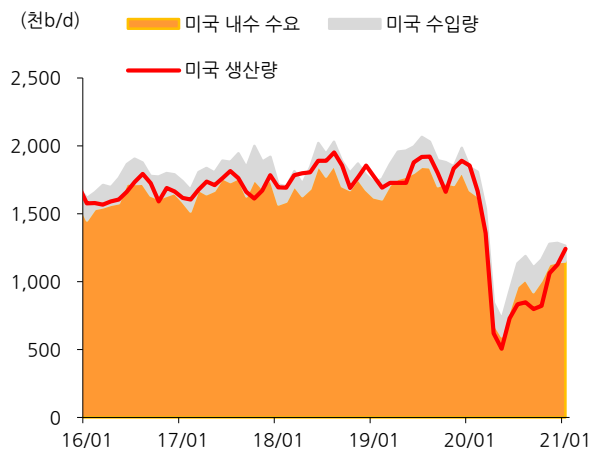
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 한국 정유사 항공유 생산비중 (코로나 19 영향)



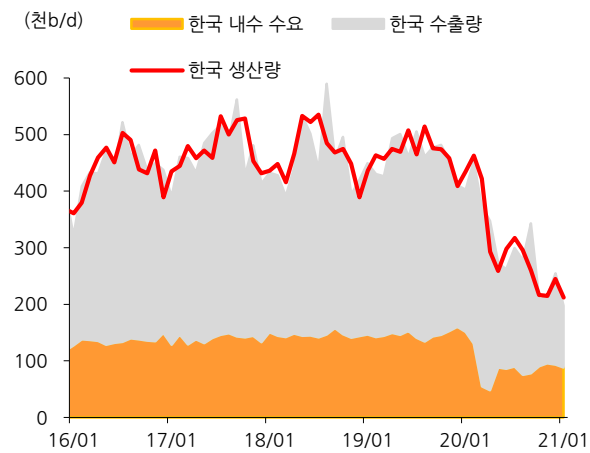
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 미국 항공유 수급 (밸런스)



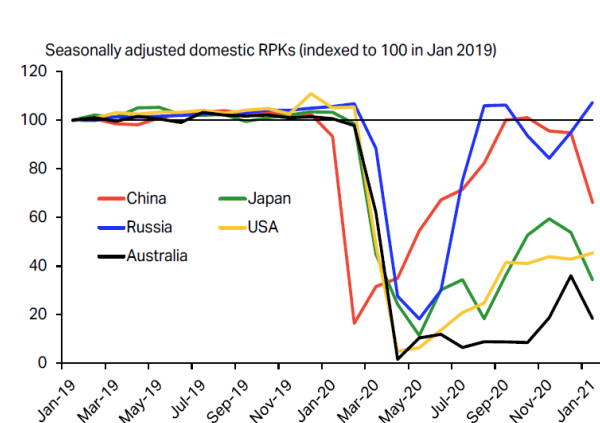
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 한국 항공유 수급 (수출국)



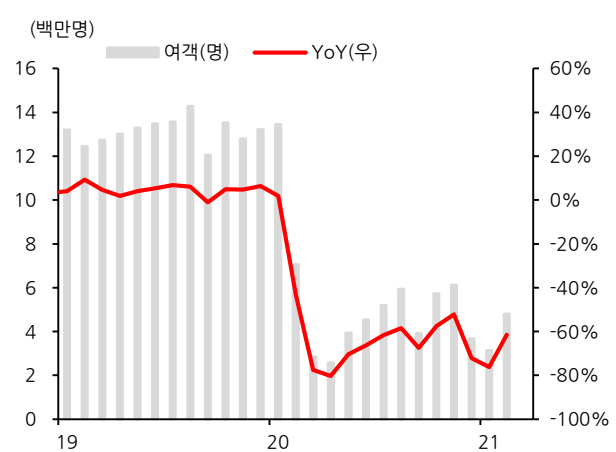
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 2019년 vs 2020년 지역별 RPK (여행객 x 거리)



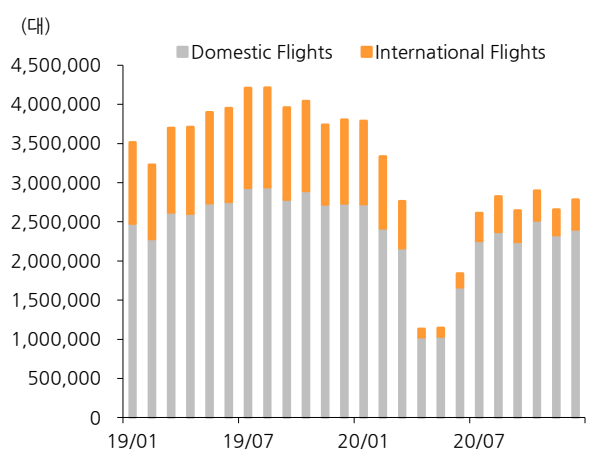
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 2019 vs 2020년 국내 여행객 수



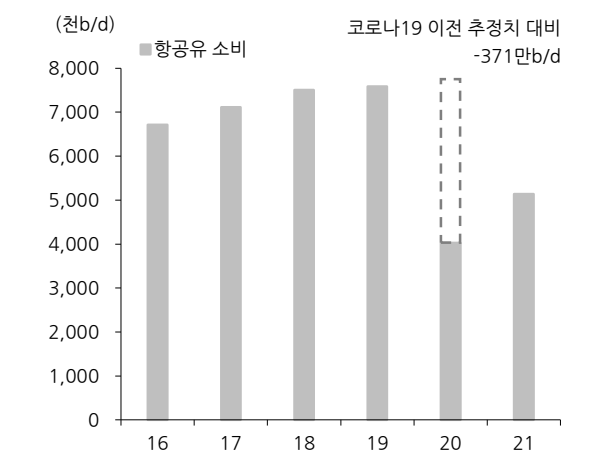
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 전세계적으로 국내선이 선제적으로 회복되었기 때문



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 항공유 소비 추이/전망 (참고용: IATA 전망치)



자료: 한화투자증권 리서치센터

(3) 중장기 전망: 항공 산업 회복

코로나19로 대폭 위축된 글로벌 항공업의 2020년을 요약하면(YoY): 운항편수(여객기/화물) -34%, 여객좌석 -51% 여객 수 -60% 등이다. 이 중, 정유업과 가장 관련 높은 지표는 운항편수이며, 감소폭이 가장 적은 이유는 공좌석 운항이 많기 때문이다.

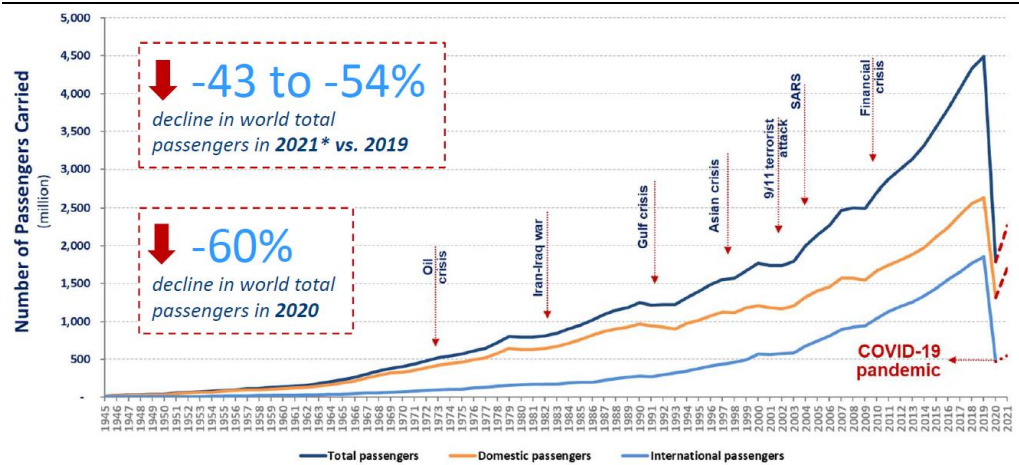
항공사들은 4월부터 중간좌석을 비우고 운항하도록 권고 받았고, 객수 부족으로 항공기 좌석 점유율이 2019년 82% ⇒ 2020년 61%로 감소했다. 정유산업 관점에서는 인원이 줄더라도, 비행기/화물 무게를 고려, 항공기 당 항공유 투입량은 큰 차이가 없다.

반대로, 여행객 수가 2019년 대비 80~90%로 회복되는 동안 운항편수/항공유 수요는 90% 이상 회복될 것이나, 95% 이상 회복에는 충분한 시간이 필요할 것이다.

ICAO(21.03.)는 여객수송수를 2019년 대비, 2020년(-60%) ⇒ 2021년(-43~54%)로 전망하고 있는데, 4Q21에는 -44~22%까지 회복될 것으로 전망하고 있다. 코로나 백신 보급율이 ICAO 전망치를 크게 상회하지 않는 이상, 항공유의 수요 정상화(95%)는 2022년 중순이 될 것이다.

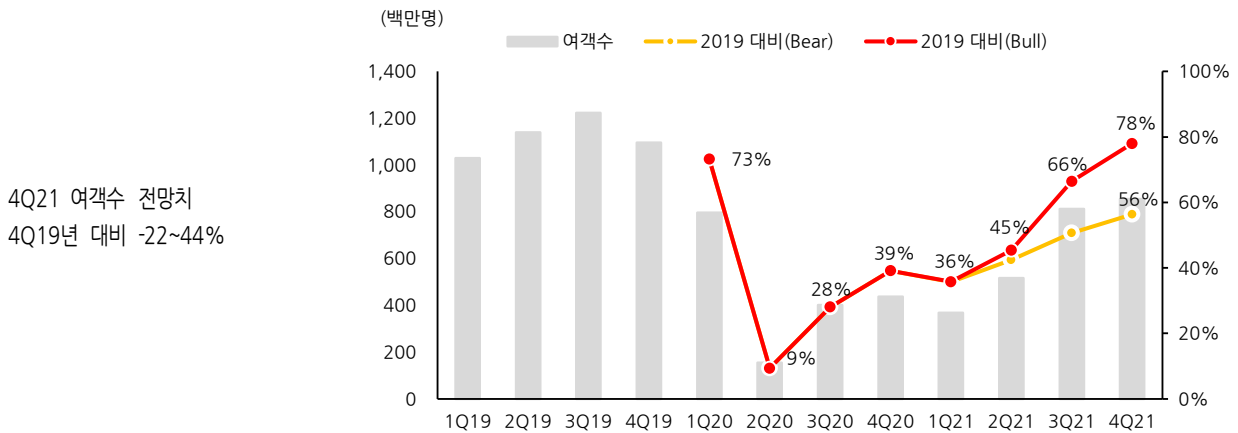
[그림45] 글로벌 항공 여행객 수 추이(1945~2020) 및 2021년 전망

여객수송수
2019년 대비,
2020년 -60%
2021년 -43~54%



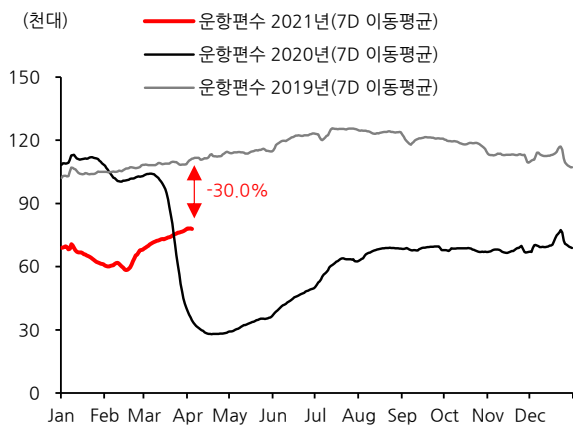
자료: ICAO(2021.03.), 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 여객수 추이/전망 (참고: ICAO, 2021.03)



자료: ICAO, 한화투자증권 리서치센터

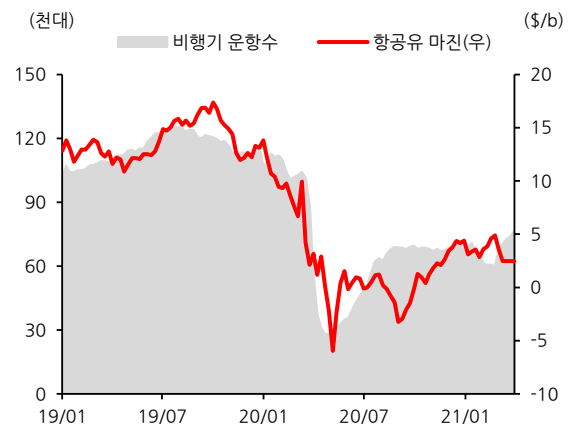
[그림47] 항공 운항편수



자료: 한화투자증권 리서치센터

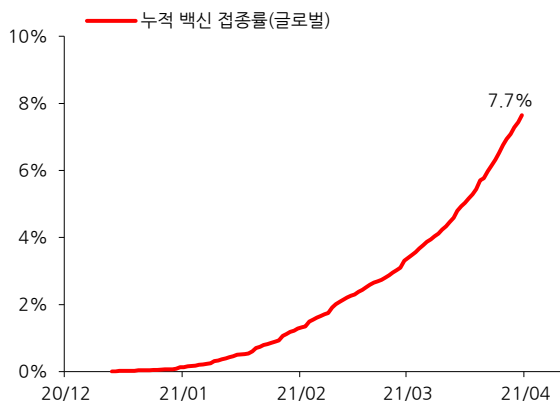
주: Commercial passenger + cargo + charter + some business jet flights

[그림48] 비행기 대수 vs. 항공유 마진



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 글로벌 코로나 19 누적 백신 접종률



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 항공유/취발유 수요가 회복될 수 있을까?

"My prediction would be that over 50% of business travel and over 30% of days in the office will go away." -- @BillGates on post-pandemic working habits at the #Dealbook Online Summit nyti.ms/32UN8Tc



8:21 AM · Nov 18, 2020

자료: 한화투자증권 리서치센터

(4) 장기 전망: 항공유도 사라질 것

장기적으로도 항공유 전망은 밝지 않다. 항공 수요는 매년 +4.3%씩 늘어나는데, 2009년부터 환경 보호를 위한 대책으로: 1) 연료 효율성 개선 및 2) 바이오-항공유 적용 등 항공유 수요 증가율을 감소시키고 있기 때문이다. 이들 목표는 2020년 이후 탄소 중립 및 2050년 탄소 배출 50% 저감이다.

1) 연료 효율성 개선 (-1.5%)

2009년 이후, 항공산업은 환경 문제를 개선시키고자, 매년 1.5%의 엔진/연료 효율성 개선을 목표로 하고 있다. 2009~20년까지는 매년 2.3%의 효율성 개선을 달성했다.

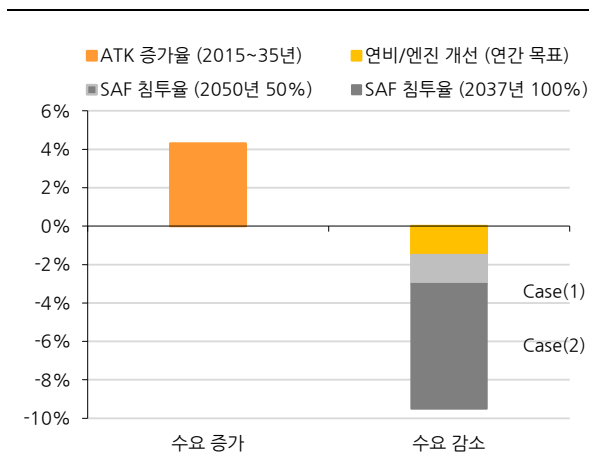
2) 바이오-항공유 (-2~-6%)

바이오-항공유는 폐지방/식용유를 원료로 사용해 CO2 배출량이 -60~80% 감소하며, 기존 항공 엔진 및 운송/저장 인프라를 공유할 수 있다는 장점이 있다.

현대오일뱅크는 2024년까지 바이오-항공유 생산을 시작할 것이라 발표했는데, 이는 2025년까지 바이오-항공유 2% 혼합 사용 규제가 시작되기 때문이다. 항공업계는 대체 연료 비중을 2040년까지 32%, 2050년까지 50%로 확대할 계획이다(Case (1)). 2038년까지 100%로 전환되는 방안(Case (2))도 제시되고 있다. 두가지 Case에서의, 항공유 수요 증가율은 +0.8%, -5.2%이다.

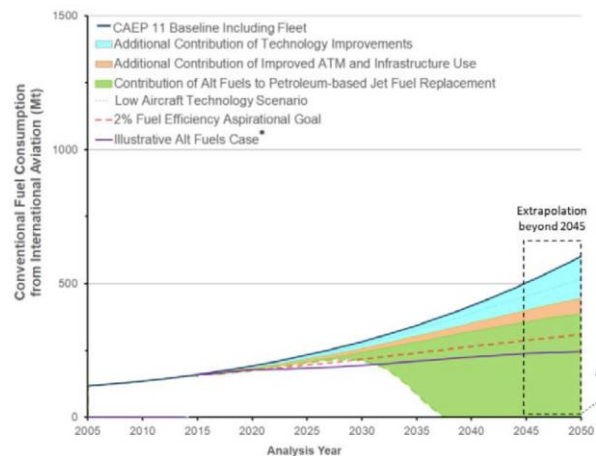
장기적으로는 전기 비행기도 개발 중이다. 다만 배터리의 에너지/무게 효율성과 안전 이슈로 2040년 이후에나 상업화 될 전망이다. 장기적으로는 수소발유/경유(하이브리드/전기차)와 같은 길을 걷게 되는 것이다.

[그림51] 항공유 수요 증가율 vs 감소율 시나리오 (2025년 이후)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 항공유 수요 전망 (극단적인 Case(2)에 해당됨)
Case(1)은 Illustrative Alt Fuel Case



자료: 한화투자증권 리서치센터

5. 유가 강세 지속?

2020년 하반기부터 시작된 유가 반등은 수요 회복보다는 공급 감소에 기인한다.

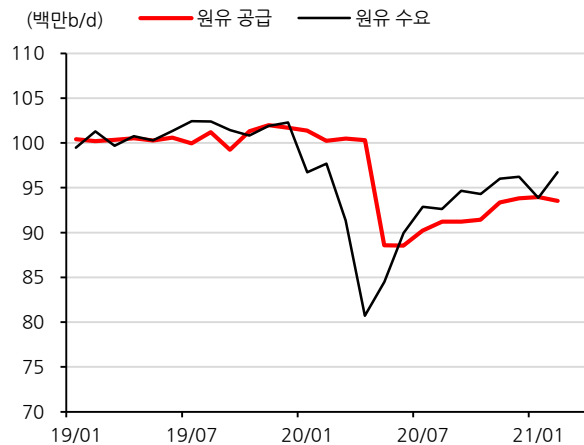
2021년 2월 기준, 글로벌 원유 생산은 YoY -670만b/d(-7%) 감소했다. 원유 수요가 코로나 이전 수준으로 회복될 때 까지는 OPEC 마음 먹기에 따라 언제든 공급이 늘어날 수 있다는 뜻이다.

4월 28일 예정된 OPEC+ 회의에서 결론이 나와야 하겠지만, 4/1일 예비 회의에서 7월까지 감산량을 -215만b/d 줄일 것으로 합의되었다(4월 790만b/d => 7월 575만b/d).

미국과의 협상으로 이란의 원유 수출이 재개될 경우, 원유 수출이 +200만b/d 늘어날 가능성도 생겼다.

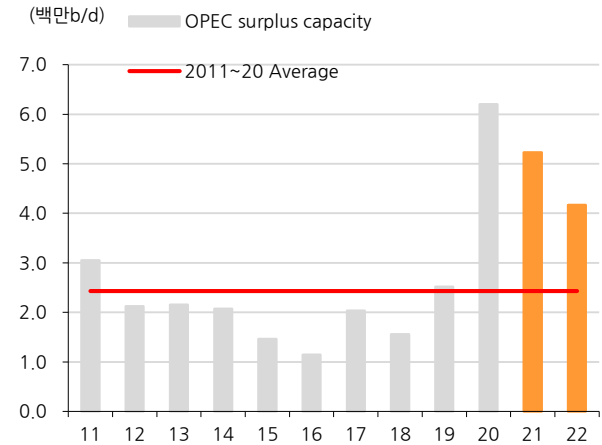
해소 해야 할 재고도 한카득이다. 2020년말 원유/정제유 재고는 30.7억배럴로, YoY +1.5억배럴 증가했다. 많이 줄었지만 해상 원유 재고가 1.0억 배럴로, 평소 대비 0.5억배럴 가량 많으며, 유가 하락을 기회로 포착, 중국이 2020년에 비축해둔 값싼 원유는 5.2억 배럴(=142만b/d)로 추정된다. 결론적으로 원유 수요는 회복될 것이나, 추가적인 강세를 지속하기는 어렵다.

[그림53] 공급 조절을 통한 의미 없는 수요 우위 구간



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림54] OPEC Surplus Capacity (예비 생산능력)



자료: 한화투자증권 리서치센터

6. 결론: 2022년 중순까지 완만한 회복

글로벌 정유산업은 2020년을 저점으로, 2022년 중순까지 항공/휘발유 중심의 완만한 수요 회복을 전망한다. 장기적으로는, 수급(경제성)에 맞춰 정유설비 폐쇄가 진행되며 정제마진은 BEP 수준을 유지할 것으로 전망한다.

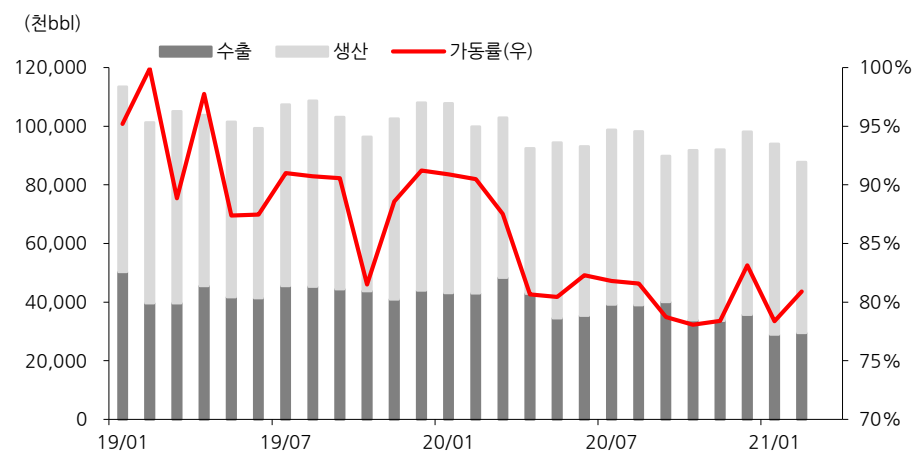
상대적으로 우월한 설비를 갖춘 국내 정유사들의 경쟁력도 2022년 중순에나 회복될 것으로 전망하는데, 이는 한국 정유사들의 수출비중이 40% 수준으로 높기 때문이다. 글로벌 정제유 수요가 95% 이상 회복되어야 가동률이 의미있게 회복되며 실적 개선도 기대할 수 있기 때문이다.

정유섹터 투자의견 Neutral을 제시한다. 완전한 상황 회복(Mid-Cycle 이상)은 수요가 정상화 되는 2024년 이후로 전망되지만, 향후 1년간 완만히 회복될 전망이다.

단기 Top Pick은 SKIET(분리막) 상장 이슈 및 배터리 사업을 지닌 SK이노베이션이며, 중장기적으로는 Valuation 매력 및 하반기 특수 NCC 설비를 가동하게 될 GS와 현대중공업지주도 보유 대상이다. 특히 GS는 2021년부터 GS파워와 GS홈쇼핑이 연결로 편입, 영업이익이 +1,200~1,500억원 추가될 것이다.

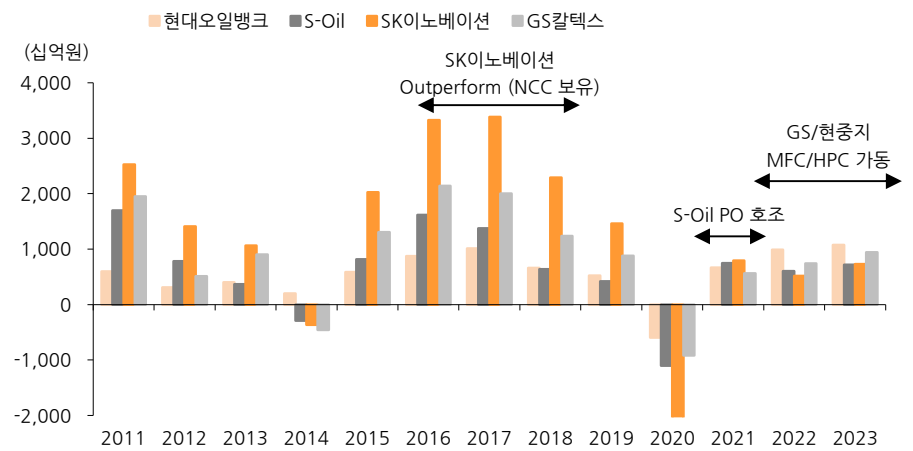
정유사들의 적정주가로는 산업이 장기 Down-Cycle임을 감안, S-Oil(Neutral, TP 8.6만원)은 중/하단 Valuation인 PBR 1.6배를 적용했다. SK이노베이션(BUY, TP 29만원), GS(BUY, TP 60만원), 현대중공업지주(BUY, TP 35만원)은 4월 7일 S-Oil 주가를 기준으로 SOTP 적용했다. 참고로 SOTP Valuation에 적용한 자주 할인율은 SK이노베이션 -30%, 현대중공업지주 -50%, GS -50% 등이다.

[그림 55] 한국 정유 4사 정유제품 생산량, 수출량, 가동률
수출량 회복되어야 가동률 정상화 가능함



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 56] 국내 정유 4사, 정유/화학/운할 부문 영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표 3] 국내 정유 4사 비교

		S-Oil	SK 이노베이션	현대중공업지주	GS
투자 의견		Hold	BUY	BUY	BUY
(시점)		(시황 개선 시)	(단/장기)	(장기)	(장기)
목표주가		86,000 원	290,000 원	350,000 원	60,000 원
현재주가		80,100 원	232,500 원	283,000 원	38,900 원
Upside		7.4%	24.7%	23.7%	54.2%
경제능력 (지분율)	2021 년	66.9 만 b/d (100%)	121.5 만 b/d (100%)	69.0 만 b/d (74%)	80.0 만 b/d (50%)
고도화율		33% (RUC/ODC 11% 포함)	23%	41.1%	34.3%
특이사항			2021 년 5~6 월, SKIET PO 7 월 ITC 소송(3) 결과	2021 년 11 월 상업가동, HPC(NCC, 85 만 b/d) 증설 2021 년 4 월 13 일(화) 액면분할 1:5	2021 년 연결편입: 1) GS 파워 (3 월), 2) GS 홀쇼핑 (7 월) 2021 년 1) 바이오매스 발전, MFC(NCC, 79 만톤) 증설
정유/화학 비중	매출액	100%	81%	77.4%	2.2% (순이익만 인식)
(2011~2020)	영업이익	100%	86%	63.3%	23.2% (순이익만 인식)
	NAV	100%	53%	56%	58%
시가총액	2021/04/07	9.2 조원	21.7 조원	4.5 조원	3.7 조원
자본총계	4Q20	5.7 조원	15.5 조원	12.0 조원	10.8 조원
PBR	2021 년	1.6	1.5	0.6	0.4
PER	2021 년	26.5	-221.3	10.4	7.6
시가배당률	2020 년	보통주: 0 원(0%)	0 원(0%)	18,500 원(5.9%)	보통주: 1,900 원(5.1%)
매출액	2019 년	24.4 조원	49.3 조원	26.6 조원	17.8 조원
	2020 년	16.8 조원	34.2 조원	18.9 조원	15.4 조원
	2021 년	22.5 조원	41.8 조원	25.1 조원	17.8 조원
영업이익	2019 년	4,201 억원	1.1 조원	6,666 억원	2.0 조원
	2020 년	-2.0 조원	-2.6 조원	-5,971 억원	9,206 억원
	2021 년	7,473 억원	3,198 억원	9,853 억원	1.6 조원
지배순이익	2019 년	654 억원	-357 억원	1,732 억원	5,440 억원
	2020 년	-7,961 억원	-2.2 조원	-6,092 억원	-2,427 억원
	2021 년	3,402 억원	-971 억원	4,281 억원	4,728 억원

주: 현대중공업지주 정유비중은 2018~2020년 기준, 자료: 한화투자증권 리서치센터



IV. 분석대상 종목

1. S-Oil (010950)
2. SK이노베이션 (096770)
3. 현대중공업지주 (267250)
4. GS (078930)

S-Oil (010950)

정유 시황이 회복을 기다리며...

**Hold**(신규)

목표주가(신규): 86,000원

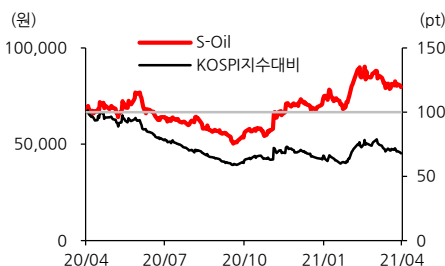
현재 주가(4/7)	80,100원
상승여력	▲7.4%
시가총액	90,179억원
발행주식수	112,583천주
52 주 최고가 / 최저가	90,200 / 50,300원
90 일 일평균 거래대금	580.6억원
외국인 지분율	75.7%
주주 구성	
Aramco Overseas Company BV	63.4%
국민연금공단 (외 1인)	5.8%
김형배 (외 1인)	0.0%

주가 수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.7	6.8	43.3	17.1
상대수익률(KOSPI)	-11.4	3.3	11.9	-54.9

단위: 십억 원 % 배

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	24,394	16,830	22,471	22,037
영업이익	420	-1,099	747	604
EBITDA	1,033	-468	1,377	1,220
지배주주순이익	65	-796	340	242
EPS	581	-7,071	3,020	2,151
순차입금	6,132	5,006	5,048	4,529
PER	164.0	-9.8	26.5	37.2
PBR	1.7	1.4	1.6	1.5
EV/EBITDA	16.5	-27.7	10.3	11.2
배당수익률	0.2			
ROE	1.0	-13.1	5.8	3.9

주가 추이



▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 02-3772-7617

S-Oil은 정유에 집중하는 순수 정유사입니다. 2023년까지, 정유시황은 느리지만 현재 적자에서 BEP 이상으로 회복될 전망입니다. 장기적으로 보유 할 경우, 최소 Market-Perform 가능할 것으로 기대됩니다.

폐쇄-Cycle 진입으로 BEP 수준의 시황 회복할 것

지난 45년간 진행된 정유 설비 폐쇄가 -5,000만b/d에 불과한 것으로 파악되는데, 대부분 1969년 이전 설비들이므로 추정된다. 전세계적으로 1960~70년대에 대부분 증설이 진행되었기에, 향후 폐쇄 후보인 1970~80년 설비들의 규모는 3,700~4,000만b/d에 달한다. 지난 45년간 폐쇄된 설비의 7~80%가 경제성에 따라 폐쇄 대기중이라는 것이다.

2040년까지, 전기차 전환으로 휘발유/경유 수요 -1,760만b/d, 항공은 바이오항공유가 -276만b/d를 대체할 전망이다. 앞서 언급한 폐쇄후보 -3,700만b/d를 고려하면, 큰 무리 없이 공급 감소로 해결(Soft-landing) 가능한 수준이다. 국내 정유사들은 1980년대 설비로 기술적으로 우수하며, 규모의 경제를 갖추고 있어, 적절한 수준의 정기보수 비용을 투자한다면, BEP 이상의 마진을 유지할 수 있을 것이다.

2022년 중순까지 완만한 회복을 전망

2021년말까지 전세계적으로 코로나 백신 투여되며 2022년 중순에는 정유 수요가 회복될 것으로 예상된다. 다만 가동률 회복은 순수입 국 가들부터 나타날 것이다. 글로벌 정유 수요가 95% 이상 회복되어야 자국 생산량을 충분히 소화한 후 수입 재개될 것이기 때문이다.

투자의견 Hold, 목표주가 8.6만원 (신규)

정유섹터 의견 Neutral 제시하며 순수 정유사인 S-Oil도 투자의견 Hold, 목표주가 8.6만원을 제시한다. 완전한 시황 회복(Mid-Cycle 이상)은 수요가 정상화 되는 2024년 이후로 가능할 것이다. 목표주가는 정유-Cycle 중/하단 PBR 1.6배에 2021/22년 평균 BPS를 적용했다.

최근, S-Oil의 특수 고도화 설비인 RUC/ODC에서 생산되는 PP와 PO 가격이 급격하게 상승하고 있는 점은 긍정적이다. PO 마진이 5~600\$/톤 수준에서 1625\$/톤(4Q20)으로 급등했는데, 가/제 건축/메트리스 등 전방산업 수요가 개선되고 있기 때문인 것으로 판단된다.

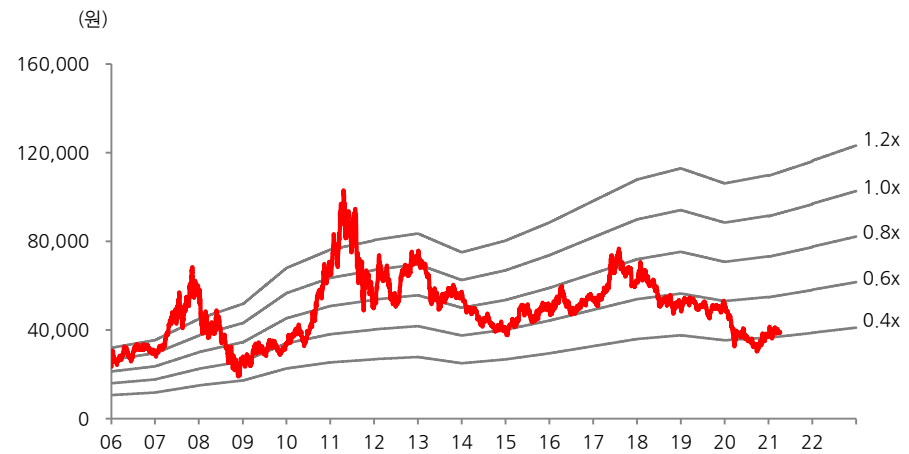
[표 4] S-Oil 실적 추정

단위: 십억 원

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,198.4	3,451.8	3,899.2	4,280.3	5,638.1	5,660.3	5,625.8	5,547.1	24,394.2	16,829.7	22,471.3	22,037.3
QoQ(%)	-19.7%	-33.6%	13.0%	9.8%	31.7%	0.4%	-0.6%	-1.4%				
YoY(%)	-4.2%	-44.8%	-37.5%	-33.9%	8.5%	64.0%	44.3%	29.6%	-4.2%	-31.0%	33.5%	-1.9%
*Dubai유(\$/b)	51.2	30.6	42.9	44.6	60.6	60.9	60.6	60.3	63.5	42.3	60.6	59.6
정유	3,956.4	2,591.5	2,991.0	3,096.2	4,330.1	4,384.0	4,391.0	4,328.9	19,003.0	12,635.1	17,434.0	17,176.6
석유화학	808.1	589.1	642.5	822.4	871.0	871.6	851.8	839.2	3,875.2	2,862.1	3,433.6	3,367.8
운활기유	433.9	271.3	265.6	361.7	437.0	404.7	383.0	379.0	1,516.0	1,332.5	1,603.7	1,492.8
영업이익	-1,007.3	-164.3	-9.3	81.7	329.6	143.9	136.9	136.9	420.1	-1,099.1	747.3	604.3
OPM(%)	-19.4%	-4.8%	-0.2%	1.9%	5.8%	2.5%	2.4%	2.5%	1.7%	-6.5%	3.3%	2.7%
QoQ(%)	적전	적지	적지	흑전	303.6%	-56.4%	-4.8%	0.0%				
YoY(%)	적전	적지	적전	760.2%	흑전	흑전	흑전	67.6%	-34.3%	적전	흑전	-19.1%
정유	-1,190.0	-358.7	-57.6	-89.7	94.0	-52.5	-33.9	-39.0	-52.3	-1,696.0	-31.4	-38.7
재고평가손익	-721.0	-169.0	133.0	67.0	231.6	-3.6	-12.2	-12.1	183.0	-690.0	203.7	-32.3
OPM (%)	-30.1%	-13.8%	-1.9%	-2.9%	2.2%	-1.2%	-0.8%	-0.9%	-0.3%	-13.4%	-0.2%	-0.2%
정제마진(\$/bb)	4.9	1.6	1.4	1.8	2.8	4.9	5.9	5.7	6.5	2.4	4.8	6.7
석유화학	66.5	91.1	-48.3	72.7	115.1	87.1	76.9	83.4	255.5	182.0	362.6	306.4
OPM (%)	8.2%	15.5%	-7.5%	8.8%	13.2%	10.0%	9.0%	9.9%	6.6%	6.4%	10.6%	9.1%
PXSpread	242.6	207.2	132.5	141.8	201.6	230.0	241.3	234.2	366.4	181.0	226.8	244.1
Lagging	155.9	223.6	145.0	154.9	255.5	231.2	240.2	232.2	373.8	169.8	239.8	243.1
운활기유	116.2	103.3	96.6	110.1	120.5	109.2	93.8	92.5	216.9	426.2	416.0	336.6
OPM (%)	26.8%	38.1%	36.4%	30.4%	27.6%	27.0%	24.5%	24.4%	14.3%	32.0%	25.9%	22.5%
지배순이익	-880.6	-66.9	30.3	121.1	64.1	81.7	97.0	97.3	65.4	-796.1	340.2	242.2
순이익률(%)	-16.9%	-1.9%	0.8%	2.8%	1.1%	1.4%	1.7%	1.8%	0.3%	-4.7%	1.5%	1.1%

자료: SOI, 한화투자증권 리서치센터

[그림 57] S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

단위: 십억 원

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	25,463	24,394	16,830	22,471	22,037
매출총이익	1,263	1,047	-537	1,396	1,240
영업이익	639	420	-1,099	747	604
EBITDA	995	1,033	-468	1,377	1,220
순이자손익	-47	-168	-145	-132	-131
외화관련손익	-131	-111	132	0	0
지분법손익	4	3	4	7	7
세전계속사업손익	332	110	-1,168	499	355
당기순이익	258	65	-796	340	242
지배주주순이익	258	65	-796	340	242
증가율(%)					
매출액	21.9	-4.2	-31.0	33.5	-1.9
영업이익	-53.4	-34.3	적전	흑전	-19.1
EBITDA	-40.3	3.8	적전	흑전	-11.4
순이익	-79.3	-74.6	적전	흑전	-28.8
이익률(%)					
매출총이익률	5.0	4.3	-3.2	6.2	5.6
영업이익률	2.5	1.7	-6.5	3.3	2.7
EBITDA 이익률	3.9	4.2	-2.8	6.1	5.5
세전이익률	1.3	0.5	-6.9	2.2	1.6
순이익률	1.0	0.3	-4.7	1.5	1.1

현금흐름표

단위: 십억 원

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	-288	679	1,631	372	935
당기순이익	258	65	-796	340	242
자산상각비	355	612	631	630	616
운전자본증감	-882	105	2,183	-593	81
매출채권 감소(증가)	-112	313	108	-337	30
재고자산 감소(증가)	-591	21	1,030	-709	51
매입채무 증가(감소)	-290	239	381	406	-49
투자현금흐름	-415	-1,069	-636	-429	-430
유형자산처분(취득)	-2,041	-821	-523	-400	-400
무형자산 감소(증가)	0	0	2	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-8	-6	-15	-15
재무현금흐름	888	16	-549	0	0
차입금의 증가(감소)	1,506	93	-474	0	0
자본의 증가(감소)	-617	-29	-12	0	0
배당금의 지급	-617	-29	-12	0	0
총현금흐름	1,057	705	-438	965	853
(-)운전자본증가(감소)	902	-74	-2,179	593	-81
(-)설비투자	2,041	827	547	400	400
(+)자산매각	0	6	26	0	0
Free Cash Flow	-1,887	-42	1,220	-28	535
(-)기타투자	-1,646	210	104	14	15
잉여현금	-240	-252	1,115	-42	520
NOPLAT	497	249	-797	509	412
(+) Dep	355	612	631	630	616
(-)운전자본투자	902	-74	-2,179	593	-81
(-)Capex	2,041	827	547	400	400
OpCF	-2,091	108	1,466	147	710

주 IRS 연결 기준

재무상태표

단위: 십억 원

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	5,855	5,629	4,997	6,015	6,468
현금성자산	727	569	1,101	1,059	1,579
매출채권	1,819	1,563	1,353	1,691	1,661
재고자산	3,139	3,196	2,192	2,901	2,850
비유동자산	10,101	10,705	10,694	10,485	10,291
투자자산	255	464	517	538	560
유형자산	9,741	10,139	10,078	9,855	9,646
무형자산	104	101	99	91	85
자산총계	15,955	16,333	15,691	16,500	16,759
유동부채	5,789	5,749	6,565	7,033	7,048
매입채무	2,188	2,194	2,350	2,756	2,708
유동성이자부채	2,948	2,902	2,704	2,704	2,704
비유동부채	3,697	4,088	3,443	3,445	3,446
비유동이자부채	3,465	3,799	3,403	3,403	3,403
부채총계	9,486	9,837	10,008	10,477	10,494
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,823	4,848	4,036	4,376	4,618
자본조정	23	25	24	24	24
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	6,469	6,497	5,682	6,023	6,265

주요지표

단위: 원 배

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	2,292	581	-7,071	3,020	2,151
BPS	55,480	55,715	48,733	51,649	53,726
DPS	750	200	0	0	0
CFPS	9,061	6,047	-3,755	8,275	7,316
ROA(%)	1.7	0.4	-5.0	2.1	1.5
ROE(%)	3.9	1.0	-13.1	5.8	3.9
ROIC(%)	4.6	2.0	-6.9	4.7	3.8
Multiples(x, %)					
PER	42.6	164.0	-9.8	26.5	37.2
PBR	1.8	1.7	1.4	1.6	1.5
PSR	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
PCR	10.8	15.8	-18.4	9.7	10.9
EV/EBITDA	17.1	16.5	-27.7	10.3	11.2
배당수익률	0.8	0.2	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	146.6	151.4	176.1	174.0	167.5
Net debt/Equity	87.9	94.4	88.1	83.8	72.3
Net debt/EBITDA	571.6	593.9	-1,069.9	366.5	371.1
유동비율	101.1	97.9	76.1	85.5	91.8
이자보상배율(배)	8.8	2.3	n/a	5.1	4.1
자산구조(%)					
투자자본	92.5	92.4	86.8	87.3	83.4
현금+투자자산	7.5	7.6	13.2	12.7	16.6
자본구조(%)					
차입금	49.8	50.8	51.8	50.3	49.4
자기자본	50.2	49.2	48.2	49.7	50.6

SK이노베이션 (096770)

주가에 배터리 가치가 빠졌다

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 02-3772-7617

Buy (신규)

목표주가(신규): 290,000원

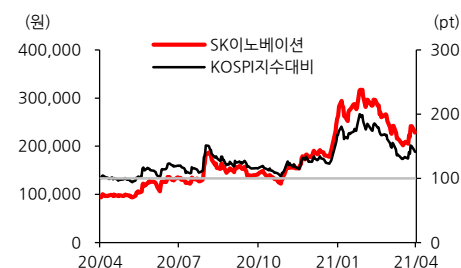
현재 주가(4/7)	232,500원
상승여력	▲24.7%
시가총액	214,982억원
발행주식수	92,466천주
52 주 최고가 / 최저가	317,500 / 93,600원
90 일 일평균 거래대금	4,125.66억원
외국인 지분율	22.4%
주주 구성	
SK (외 2인)	33.4%
자사주 (외 1인)	11.0%
국민연금공단 (외 1인)	9.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.7	-11.6	62.6	146.6
상대수익률(KOSPI)	-11.4	-15.1	31.1	74.5

단위: 십억 원 원 % 배

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	49,307	34,165	41,823	48,321
영업이익	1,114	-2,569	320	394
EBITDA	2,322	-1,202	1,840	1,914
지배주주순이익	-36	-2,173	-97	-129
EPS	-387	-23,498	-1,051	-1,399
순차입금	7,665	9,781	14,342	17,652
PER	-388.1	-8.1	-221.3	-166.2
PBR	0.8	1.2	1.5	1.5
EV/EBITDA	9.3	-22.9	19.6	20.6
배당수익률	2.0			
ROE	-0.2	-13.6	-0.7	-0.9

주가 추이



SK 이노베이션은 최근 배터리/분리막 Valuation 이 부각되며, 정유보다 2 차전자 업체로 분류되고 있습니다. 최근 경쟁사와의 소송 및 완성차 업체들의 배터리 진출로 주가가 크게 하락한 상황입니다. 너무 하락하다 보니, 어느덧 배터리 가치가 0 원이 되어버렸습니다. 배터리 Value 를 무시할 수 없기 때문에, 주가에는 Upside 만 남아있다고 판단됩니다.

폐쇄-Cycle 진입으로 BEP 수준의 시황 회복할 것

1970~80년에 자어진 정유설비는 3,700~4,000만b/d인데, 경제성에 따라 10년 안에 폐쇄될 가능성이 있다. 이는 지난 45년간 폐쇄된 설비의 7~80%에 달한다.

2040년까지, 전기차 전환으로 휘발유/경유 수요 -1,760만b/d, 항공은 바이오항공유가 -276만b/d를 대체할 전망이다. 앞서 언급한 폐쇄후보 -3,700만b/d를 고려하면, 큰 무리 없이 공급 감소로 해결(Soft-landing) 가능한 수준이다. 국내 정유사들은 1980년대 설비로 기술적으로 우수하며, 규모의 경제를 갖추고 있어, 적절한 수준의 정기보수 비용을 투자한다면, BEP 이상의 마진을 유지할 수 있을 것이다.

2022년 중순까지 완만한 회복을 전망

2021년말까지 전세계적으로 코로나 백신 투여되며 2022년 중순에는 정유 수요가 회복될 것으로 예상된다. 다만 가동률 회복은 순수입 국가들부터 나타날 것이다. 글로벌 정유 수요가 95% 이상 회복되어야 자국 생산량을 충분히 소화한 후 수입 재개될 것이기 때문이다.

투자의견 BUY, 목표주가 29만원 (신규)

정유섹터 의견 Neutral 제시하나, SK이노베이션의 투자의견은 BUY, 목표주가 29만원으로 제시한다. 정유업은 코로나19와 함께 완전히 회복될 전망인데, 장기적으로도 전기차/바이오연료 등 에너지 대체 속도에 맞춰 경쟁사 폐쇄가 진행될 것이기 때문이다.

목표주가는 SOTP(할인율 -30%)을 적용했다. 에너지/NCC에 S-Oil 가치(x1.8배) 적용해 162조 원으로, SK루브리컨츠는 30조원, E&P는 04조원으로 계산했다. SKIET는 IPO 공모가 상단을 적용해 5.9조원, 배터리 가치는 기존 10.3조 => 4.1조원만 적용했다. Upside는 71%다.

[표5] SK이노베이션 실적 추정

단위: 십억 원

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	11,163.0	7,199.6	8,419.2	7,382.7	9,625.3	10,090.4	10,860.1	11,247.5	49,306.9	34,164.5	41,823.3	48,321.4
QoQ(%)	-0.5%	-35.5%	16.9%	-12.3%	30.4%	4.8%	7.6%	3.6%				
YoY(%)	-12.6%	-44.7%	-31.5%	-34.2%	-13.8%	40.2%	29.0%	52.3%	-9.1%	-30.7%	22.4%	15.5%
*Dubai유(\$/b)	51.2	30.6	42.9	44.6	60.6	60.9	60.6	60.3	63.5	42.3	60.6	59.6
정유	8,033.1	4,517.7	5,317.9	4,769.2	5,924.8	6,381.1	6,982.7	7,348.1	35,368.3	22,637.9	26,636.7	31,345.9
화학	1,972.2	1,680.5	1,782.0	1,619.4	2,245.4	2,183.4	2,167.9	2,158.2	9,542.5	7,054.1	8,754.8	8,504.6
윤활기유	641.8	475.2	602.3	652.0	732.4	712.2	680.7	673.5	3,114.5	2,371.3	2,798.9	2,653.2
배터리 등	515.9	526.2	717.0	637.0	722.8	813.7	1,028.8	1,067.7	1,639.5	2,396.1	3,632.9	5,817.7
영업이익	-1,775.2	-439.7	-28.9	-324.9	297.8	59.1	-18.2	-18.9	1,113.6	-2,568.8	319.8	394.1
OPM (%)	-15.9%	-6.1%	-0.3%	-4.4%	3.1%	0.6%	-0.2%	-0.2%	2.3%	-7.5%	0.8%	0.8%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	-80.2%	적전	적지				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	적지	적지	-47.0%	적전	흑전	23.3%
정유	-1,636.0	-432.9	38.6	-192.5	135.3	-10.5	-33.1	-59.6	450.3	-2,222.8	32.2	17.1
재고평가손익	-941.8	-187.4	296.7	56.6	282.1	75.4	10.5	-3.5	89.3	-775.9	364.5	-28.4
OPM (%)	-20.4%	-9.6%	0.7%	-4.0%	2.3%	-0.2%	-0.5%	-0.8%	1.3%	-9.8%	0.1%	0.1%
정제마진(\$/bb)	4.5	1.2	1.8	1.7	3.1	5.4	6.4	6.1	5.5	2.3	5.2	7.2
Lagging/OSP	2.2	-2.5	-1.3	-0.9	0.1	0.2	0.3	0.4	1.0	-0.6	0.3	0.5
화학	-89.8	68.2	-53.4	-46.2	148.7	55.9	37.8	39.5	705.7	-121.2	281.9	120.8
OPM (%)	-4.6%	4.1%	-3.0%	-2.9%	6.6%	2.6%	1.7%	1.8%	7.4%	-1.7%	3.2%	1.4%
윤활기유	28.9	37.4	70.6	125.3	142.0	126.6	106.6	105.1	305.8	262.2	480.4	376.7
OPM (%)	4.5%	7.9%	11.7%	19.2%	19.4%	17.8%	15.7%	15.6%	9.8%	11.1%	17.2%	14.2%
배터리 등	-78.3	-112.4	-84.8	-130.0	-128.2	-113.0	-129.5	-104.0	-180.6	-405.5	-474.7	-120.4
OPM (%)	-15.2%	-21.4%	-11.8%	-20.4%	-17.7%	-13.9%	-12.6%	-9.7%	-11.0%	-16.9%	-13.1%	-2.1%
당기순이익	-1,552.2	-345.8	-16.1	-232.6	152.7	-4.8	-97.9	-149.1	65.8	-2,146.7	-99.1	-132.0
지배순이익	-1,558.0	-351.8	-23.7	-239.3	149.7	-4.7	-96.0	-146.1	-35.7	-2,172.8	-97.1	-129.4
순이익률(%)	-14.0%	-4.9%	-0.3%	-3.2%	1.6%	0.0%	-0.9%	-1.3%	-0.1%	-6.4%	-0.2%	-0.3%

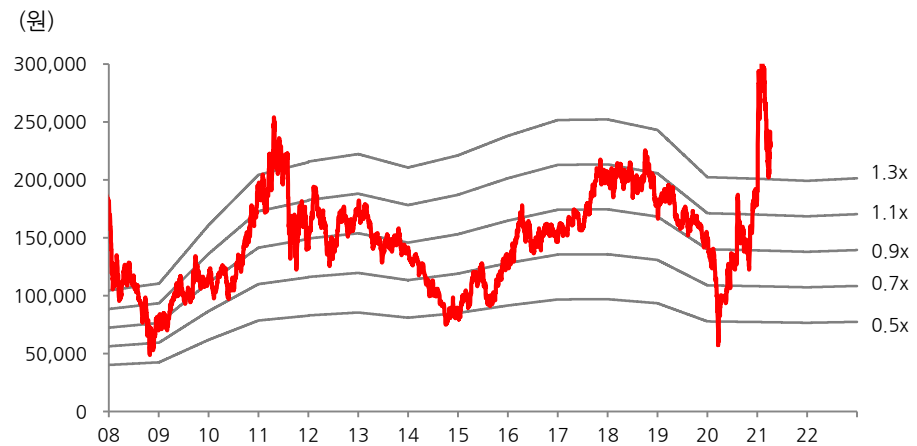
자료: SK이노베이션, 한화투자증권 리서치센터

[표 6] SK 이노베이션 SOTP Valuation

	장부가	'21 EBITDA	평가액	비고
투자자산가치			1,353.6	
투자회사 합	1,808.9		1,353.6	비상장/해외 자회사들의 장부가 반영
영업가치			33,749.2	
정유/화학		991.0	16,171.4	CDU Capa 122 만 b/d, NCC Capa 66 만톤/년 (\$-O의 180%)
SK루브리컨츠		574.4	3,000.0	2011~20년 평균 영업이익 3,521 억원
배터리			4,115.4	LG 화학 배터리사업 부의 10% Value 적용(21년 매출 3조원 전망)
SKET			5,930.0	공모가 상단 7.49조원 기준
E&P			417.0	매장량 가치 (기존 5.3억 bbl에서 -75% 매각 반영)
순차입금			5,255.6	2020년말 순차입금 - (\$-O 순차입금 x 180%)
총 기업가치			25,731.8	
할인율 적용			18,012.3	할인율 30% 적용(비지주사)
우선주 시가총액			212.9	04월 07일
소송 보상금 등(-)			-2,000.0	예상 불가
총 기업가치(조정)			23,944.7	우선주 제외 / 할인율 30% 적용
주식수(천주)			82,335	유통주식수
주당 NAV(원)			291,000	
현재주가(원)			232,500	04월 07일
상승여력			24%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 58] SK 이노베이션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표 7] SKIET 상장 영향

	SKIET 공모가 78,000원	SKIET 공모가 10,5000원
기존: SK이노 지분	90%	90%
현주식수	62,741,592	
신주발행	8,556,000	
신주 비중	13.6%	
SK이노 지분	79.2%	
상장후 주식수	71,297,592	
시가총액(조원)	5.56	7.49
구주 상장	12,834,000	
총주식수	71,297,592	
상장된 구주 비중	18.0%	
SK이노 지분	61.2%	
시가총액(조원)	5.56	7.49
SKIET 변화		(조원)
현금 유입(+)	0.66	0.89
상장후 가치(100%)	5.56	7.49
SK이노베이션 변화		(조원)
현금 유입(+)	1.00	1.35
상장후 가치(61%)	3.40	4.58

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

단위: 십억 원

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	54,217	49,307	34,165	41,823	48,321
매출총이익	3,965	2,963	-478	2,294	2,675
영업이익	2,103	1,114	-2,569	320	394
EBITDA	3,030	2,322	-1,202	1,840	1,914
순이자손익	-162	-235	-286	-423	-539
외화관련손익	-101	-111	52	0	0
지분법손익	155	54	-29	0	0
세전계속사업손익	2,387	501	-2,870	-127	-169
당기순이익	1,699	66	-2,147	-99	-132
지배주주순이익	1,651	-36	-2,173	-97	-129
증가율(%)					
매출액	17.4	-9.1	-30.7	22.4	15.5
영업이익	-34.7	-47.0	적전	흑전	23.3
EBITDA	-26.5	-23.4	적전	흑전	4.0
순이익	-20.8	-96.1	적전	적지	적지
이익률(%)					
매출총이익률	7.3	6.0	-1.4	5.5	5.5
영업이익률	3.9	2.3	-7.5	0.8	0.8
EBITDA 이익률	5.6	4.7	-3.5	4.4	4.0
세전이익률	4.4	1.0	-8.4	-0.3	-0.3
순이익률	3.1	0.1	-6.3	-0.2	-0.3

현금흐름표

단위: 십억 원

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	1,699	1,826	2,851	-173	1,088
당기순이익	1,699	66	-2,147	-99	-132
자산상각비	927	1,208	1,367	1,520	1,520
운전자본증감	-1,158	535	4,272	-1,615	-323
매출채권 감소(증가)	417	292	1,495	-1,855	-499
재고자산 감소(증가)	-477	-67	2,635	-2,532	-669
매입채무 증가(감소)	-709	325	-1,208	2,711	782
투자현금흐름	-2,469	-3,167	-4,129	-4,472	-4,486
유형자산처분(취득)	-1,234	-2,497	-3,757	-4,000	-4,000
무형자산 감소(증가)	-209	-167	-114	-140	-140
투자자산 감소(증가)	9	17	-35	-85	-88
재무현금흐름	604	1,686	2,145	5,000	4,000
차입금의 증가(감소)	2,417	2,892	2,438	5,000	4,000
자본의 증가(감소)	-812	-1,004	-149	0	0
배당금의 지급	-812	-1,004	-149	0	0
총현금흐름	3,696	2,021	-1,004	1,442	1,411
(-)운전자본증가(감소)	1,047	203	-4,259	1,615	323
(-)설비투자	1,272	2,577	3,763	4,000	4,000
(+)자산매각	-172	-88	-108	-140	-140
Free Cash Flow	1,205	-847	-616	-4,313	-3,052
(-)기타투자	1,146	-219	210	248	258
잉여현금	59	-628	-825	-4,561	-3,310
NOPLAT	1,485	545	-1,862	232	286
(+) Dep	927	1,208	1,367	1,520	1,520
(-)운전자본투자	1,047	203	-4,259	1,615	323
(-)Capex	1,272	2,577	3,763	4,000	4,000
OpFCF	93	-1,027	1	-3,864	-2,517

주 IRS 연결 기준

재무상태표

단위: 십억 원

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	16,635	17,354	13,295	18,181	20,102
현금성자산	4,616	4,642	5,025	5,464	6,154
매출채권	5,098	4,888	2,920	4,775	5,274
재고자산	6,152	6,495	3,878	6,411	7,080
비유동자산	19,219	22,181	25,203	28,071	30,949
투자자산	3,527	5,590	6,101	6,349	6,607
유형자산	13,685	15,418	17,878	20,478	23,078
무형자산	2,007	1,173	1,224	1,244	1,264
자산총계	35,853	39,535	38,498	46,252	51,050
유동부채	8,867	10,457	11,015	13,847	14,754
매입채무	5,053	5,458	4,780	7,491	8,273
유동성이자부채	1,423	2,525	3,265	3,265	3,265
비유동부채	7,812	10,864	12,025	17,044	21,064
비유동이자부채	6,647	9,782	11,541	16,541	20,541
부채총계	16,679	21,321	23,040	30,891	35,818
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	5,942	5,942	5,942
이익잉여금	12,929	12,175	9,891	9,794	9,665
자본조정	-1,040	-941	-1,762	-1,762	-1,762
자기주식	-1,138	-1,138	-1,634	-1,634	-1,634
자본총계	19,174	18,213	15,458	15,361	15,232

주요지표

단위: 원 배

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	17,857	-387	-23,498	-1,051	-1,399
BPS	193,382	186,398	155,153	154,116	152,736
DPS	8,000	3,000	0	0	0
CFPS	39,441	21,564	-10,713	15,387	15,052
ROA(%)	4.7	-0.1	-5.6	-0.2	-0.3
ROE(%)	9.1	-0.2	-13.6	-0.7	-0.9
ROIC(%)	7.9	2.6	-8.6	1.0	1.1
Multiples(x, %)					
PER	10.1	-388.1	-8.1	-221.3	-166.2
PBR	0.9	0.8	1.2	1.5	1.5
PSR	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
PCR	4.6	7.0	-17.7	15.1	15.4
EV/EBITDA	6.7	9.3	-22.9	19.6	20.6
배당수익률	4.5	2.0	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	87.0	117.1	149.0	201.1	235.2
Net debt/Equity	18.0	42.1	63.3	93.4	115.9
Net debt/EBITDA	114.0	330.1	-813.8	779.6	922.2
유동비율	187.6	165.9	120.7	131.3	136.2
이자보상배율(배)	8.1	3.3	n/a	0.7	0.6
자산구조(%)					
투자자본	70.5	68.4	65.5	68.3	69.0
현금+투자자산	29.5	31.6	34.5	31.7	31.0
자본구조(%)					
차입금	29.6	40.3	48.9	56.3	61.0
자기자본	70.4	59.7	51.1	43.7	39.0

현대중공업지주 (267250)

주주 친화적인 녹색 성장 기업



▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 02-3772-7617

Buy (신규)

목표주가(신규): 350,000원

현재 주가(4/7)	283,000원
상승여력	23.7%
시가총액	44,710억원
발행주식수	15,799천주
52 주 최고가 / 최저가	318,500 / 203,000원
90 일 일평균 거래대금	184.76억원
외국인 지분율	17.3%

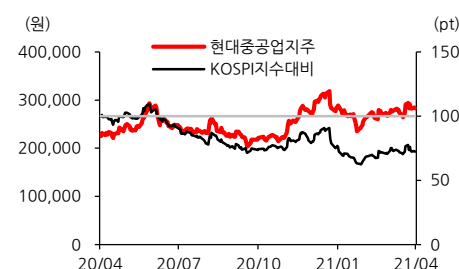
주주 구성	
정몽준 (외 7인)	34.3%
국민연금공단 (외 1인)	10.7%
자사주 (외 1인)	10.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.0	-1.9	27.5	24.1
상대수익률(KOSPI)	2.3	-5.4	-4.0	-47.9

단위: 십억 원 % 배

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	26,630	18,911	25,130	27,874
영업이익	667	-597	985	1,342
EBITDA	1,347	181	1,877	2,234
지배주주순이익	173	-609	428	605
EPS	10,636	-38,108	27,096	38,267
순차입금	5,731	8,359	10,425	11,610
PER	31.8	-7.4	10.4	7.4
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.3	70.8	7.9	7.2
배당수익률	5.5	n/a	6.5	6.5
ROE	2.2	-8.1	6.0	8.2

주가 추이



현대중공업지주는 조선/로봇/기계보다 “정유/화학” 업체에 가까운 이익 구조를 갖추고 있다. 지난 3년간, 매출의 77%, 영업이익의 63%가 현대오일뱅크(지분 71%)에서 발생했기 때문이다.

[정유] 폐쇄-Cycle 진입으로 BEP 수준의 시황 회복할 것

1970~80년에 자어진 정유설비는 3,700~4,000만b/d인데, 경제성에 따라 10년 안에 폐쇄될 가능성이 있다. 이는 지난 45년간 폐쇄된 설비의 7~80%에 달한다.

2040년까지, 전기차 전환으로 휘발유/경유 수요 -1,760만b/d, 항공은 바이오항공유가 -276만b/d를 대체할 전망이다. 앞서 언급한 폐쇄후보 -3,700만b/d를 고려하면, 큰 무리 없이 공급 감소로 해결(Soft-landing) 가능한 수준이다. 국내 정유사들은 1980년대 설비로 기술적으로 우수하며, 규모의 경제를 갖추고 있어, 적절한 수준의 정기보수 비용을 투자한다면, BEP 이상의 마진을 유지할 수 있을 것이다.

[정유] 2022년 중순까지 완만한 회복을 전망

2021년말까지 전세계적으로 코로나 백신 투여되며 2022년 중순에는 정유 수요가 회복될 것으로 예상된다. 다만 가동률 회복은 순수입 국가들부터 나타날 것이다. 글로벌 정유 수요가 95% 이상 회복되어야 자국 생산량을 충분히 소화한 후 수입 재개될 것이기 때문이다.

투자의견 BUY, 목표주가 35만원 (신규)

정유섹터 의견 Neutral 제시하나, 현대중공업지주 투자의견은 BUY, 목표주가 35만원으로 제시한다. 정유업은 코로나19와 함께 완만히 회복될 전망인데, 장기적으로도 전기차/바이오연료 등 에너지 대체 속도에 맞춰 경쟁사 폐쇄가 진행될 것이기 때문이다.

목표주가는 SOTP(할인 -50%) Valuation을 적용했다. 현대오일뱅크 8.1조원(사우디 아람코향 지분 매각가), 글로벌서비스 1.9조원(2월 지분 매각) 등이다. 현대중공업지주는 상장 후 업황과 관계없이 꾸준한 배당정책(DPS 18,500원 = 시가배당률 6.5%)을 시행해 왔으며, 4/13일 거래량 확대를 위해 액면분할도 예정되어 있다. 3/25일 발표한 <미래성장계획>도 인상적이었는데, 그룹사(연료전지 추진선/건설기계/충전소/해상플랫폼)와 함께 시너지가 기대된다.

[표 8] 현대중공업지주 실적 추정

단위: 십억 원

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,716.3	4,005.8	4,577.9	4,611.0	5,872.8	6,333.9	6,256.1	6,666.9	26,630.3	18,911.0	25,129.7	27,873.7
QoQ(%)	-15.8%	-29.9%	14.3%	0.7%	27.4%	7.9%	-1.2%	6.6%				
YoY(%)	-11.9%	-41.3%	-29.9%	-32.0%	2.7%	58.1%	36.7%	44.6%	-2.3%	-29.0%	32.9%	10.9%
지주+로봇	39.7	75.5	126.6	87.7	82.5	95.8	86.4	91.5	263.4	329.5	356.1	402.6
오일뱅크	4,416.6	2,551.7	3,327.7	3,393.9	4,392.2	4,735.1	4,868.2	5,125.0	21,116.9	13,689.9	19,120.5	21,471.7
글로벌서비스	271.3	230.5	244.4	241.9	259.2	269.2	288.9	293.9	808.8	988.1	1,111.2	1,220.5
일렉트릭	386.4	535.5	398.0	491.4	402.0	552.0	408.0	543.0	1,771.1	1,811.3	1,905.0	2,000.3
건설기계	636.3	668.4	624.1	688.7	786.9	731.8	654.6	663.6	2,852.1	2,617.5	2,836.9	2,978.7
기타/연결/중공업	-34.0	-55.9	-143.0	-292.6	-50.0	-50.0	-50.0	-50.0	-182.0	-525.4	-200.0	-200.0
영업이익	-487.2	104.3	101.1	-315.3	341.4	224.3	205.3	280.9	666.6	-597.1	985.0	1,342.0
OPM (%)	-8.5%	2.6%	2.2%	-6.8%	5.8%	3.5%	3.3%	4.2%	2.5%	-3.2%	4.2%	5.1%
로보틱스	-0.7	0.0	0.3	-5.0	0.8	2.9	3.5	4.6	18.3	-5.4	11.7	22.3
OPM (%)	-1.8%	0.0%	0.2%	-5.7%	1.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.9%	-1.6%	3.3%	5.5%
오일뱅크	-563.2	13.2	35.2	-78.6	248.3	111.2	113.4	195.2	522.0	-593.4	668.1	988.5
*재고평가손익	-563.2	-208.3	62.7	55.0	163.5	15.6	-8.8	-9.5	39.7	-653.8	160.8	
OPM (%)	-12.8%	0.5%	1.1%	-2.3%	5.7%	2.3%	2.3%	3.8%	2.5%	-4.3%	3.5%	4.6%
글로벌서비스	31.2	43.4	48.4	32.5	36.3	37.8	42.4	42.4	108.5	155.5	158.9	175.2
일렉트릭	4.3	18.3	29.4	20.7	21.0	33.0	23.0	27.0	-156.7	72.7	104.0	109.2
건설기계	10.7	42.0	26.3	12.7	45.0	49.4	33.0	21.7	157.8	91.6	149.1	156.5
기타/연결/중공업	30.5	-12.5	-38.5	-297.6	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	16.7	-318.0	-40.0	-40.0
당기순이익	-360.4	-13.0	34.7	-451.1	64.9	99.8	95.0	77.7	115.3	-789.7	337.4	350.8
지배순이익	-230.8	-11.3	2.5	-369.6	159.1	71.1	65.6	132.3	173.2	-609.2	428.1	604.6
순이익률(%)	-4.0%	-0.3%	0.1%	-8.0%	2.7%	1.1%	1.0%	2.0%	0.7%	-3.2%	1.7%	2.2%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	적전	흑전	-55.3%	-7.8%	102%				
YoY(%)	적전	적전	-93.5%	적지	흑전	흑전	2534%	흑전	-35.5%	적전	흑전	41.2%

자료: 현대중공업지주, 한화투자증권 리서치센터

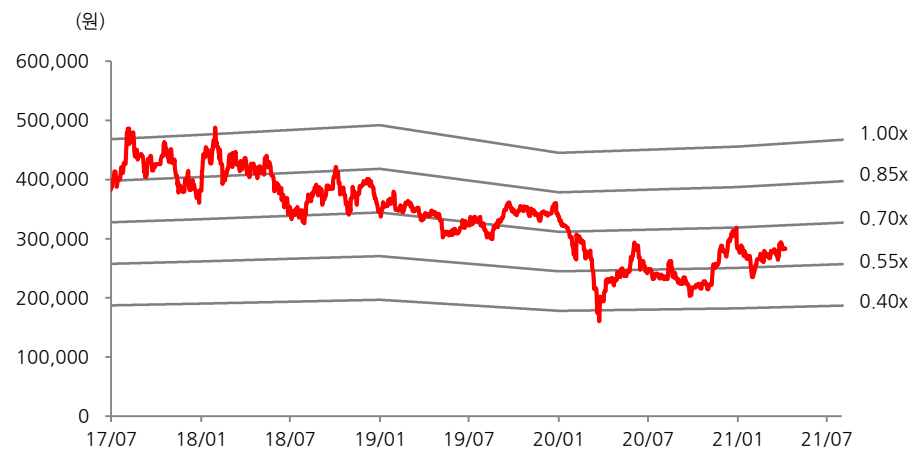
[표9] 현대중공업지주 SOTP Valuation

단위: 십억 원

	지분율	장부가	'21 EBITDA	평가액	비고
투자자산가치(+)				9,411.9	
현대오일뱅크	74.1%	2,403.5	1,468.1	5,995.4	8.1조원 평가(사우디 아람코: 17.0% = 1.37조원에 매각)
한국조선해양	31.0%	3,713.0		2,825.6	
현대건설기계	33.1%	427.8		332.8	시가총액(4/7) x 지분율
현대일렉트릭	36.1%	323.3		258.1	
영업가치(+)				1,311.7	
현대중공업지주			13.6	108.9	8배 적용. 2021년 매출 5000억원, OPM 11%
현대글로벌서비스	62.0%	125.3	159.3	1,202.8	1.94조원 평가(사모펀드: 38.0% = 0.65+0.15조원에 매각) 2022년 매출 2조원, OPM 20%
순차입금(-)				864.8	지주 + 글로벌서비스 (4Q20) 글로벌서비스 지분매각
총 기업가치(=)				9,858.8	투자자산가치+영업가치-순차입금
조정 기업가치				4,929.4	할인율 50% 적용
주식수(천주)				14,134	유통주식수
주당 NAV(원)				348,768	
목표주가				350,000	
현재주가(원)				283,000	04월 07일 종가 기준
상승여력				24%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 59] 현대중공업지주 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

단위: 십억 원

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	27,257	26,630	18,911	25,130	27,874
매출총이익	1,896	1,830	570	2,337	2,838
영업이익	861	667	-597	985	1,342
EBITDA	1,363	1,347	181	1,877	2,234
순이자손익	-200	-251	-200	-202	-227
외화관련손익	-50	-34	79	0	0
지분법손익	27	40	84	0	0
세전계속사업손익	431	203	-1,053	743	1,075
당기순이익	284	115	-790	558	806
지배주주순이익	269	173	-609	428	605
증가율(%)					
매출액	90.6	-2.3	-29.0	32.9	10.9
영업이익	2.2	-22.6	적전	흑전	36.2
EBITDA	18.2	-1.2	-86.5	935.5	19.0
순이익	-72.0	-59.4	적전	흑전	44.6
이익률(%)					
매출총이익률	7.0	6.9	3.0	9.3	10.2
영업이익률	3.2	2.5	-3.2	3.9	4.8
EBITDA 이익률	5.0	5.1	1.0	7.5	8.0
세전이익률	1.6	0.8	-5.6	3.0	3.9
순이익률	1.0	0.4	-4.2	2.2	2.9

현금흐름표

단위: 십억 원

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	668	1,206	887	462	1,405
당기순이익	284	115	-790	558	806
자산상각비	502	680	778	892	892
운전자본증감	-113	230	1,060	-930	-111
매출채권 감소(증가)	654	-52	362	-1,001	-137
재고자산 감소(증가)	-843	442	872	-1,347	-185
매입채무 증가(감소)	-77	-270	-451	1,400	192
투자현금흐름	-1,785	-1,640	-1,818	-2,289	-2,322
유형자산처분(취득)	-867	-1,072	-2,197	-2,000	-2,020
무형자산 감소(증가)	-41	-101	-35	-36	-38
투자자산 감소(증가)	-31	-479	384	-23	-23
재무현금흐름	1,093	1,364	950	439	1,108
차입금의 증가(감소)	1,158	19	1,181	700	1,400
자본의 증가(감소)	0	-270	-270	-261	-292
배당금의 지급	0	-270	-270	-261	-292
총현금흐름	1,318	1,259	355	1,392	1,516
(-)운전자본증가(감소)	274	-816	-889	958	111
(-)설비투자	890	1,245	2,211	2,000	2,020
(+)자산매각	-18	73	-21	-36	-38
Free Cash Flow	135	902	-988	-1,602	-653
(-)기타투자	684	575	-200	203	240
잉여현금	-549	328	-788	-1,805	-893
NOPLAT	568	379	-433	739	1,006
(+) Dep	502	680	778	892	892
(-)운전자본투자	274	-816	-889	958	111
(-)Capex	890	1,245	2,211	2,000	2,020
OpFCF	-95	629	-976	-1,327	-232

주 IRS 연결 기준

재무상태표

단위: 십억 원

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	8,884	9,935	8,049	9,066	9,612
현금성자산	1,438	2,939	2,594	1,227	1,442
매출채권	2,874	2,863	2,244	3,245	3,382
재고자산	4,330	3,877	3,022	4,369	4,554
비유동자산	14,464	15,780	18,510	19,738	21,144
투자자산	4,438	5,079	5,675	5,906	6,145
유형자산	7,886	8,409	10,680	11,880	13,100
무형자산	2,092	2,152	2,009	1,953	1,899
자산총계	23,348	25,716	26,559	28,804	30,756
유동부채	8,660	8,022	6,336	7,762	7,982
매입채무	3,730	3,726	3,139	4,539	4,731
유동성이자부채	4,559	3,556	2,521	2,521	2,521
비유동부채	4,133	5,809	9,125	9,778	11,197
비유동이자부채	3,325	5,115	8,432	9,132	10,532
부채총계	12,794	13,831	15,461	17,540	19,179
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	4,783	5,172	5,193	5,193	5,193
이익잉여금	3,302	3,183	2,213	2,380	2,692
자본조정	-439	-445	-472	-472	-472
자기주식	-490	-490	-490	-490	-490
자본총계	10,554	11,885	11,098	11,264	11,577

주요지표

단위: 원 배

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	16,493	10,636	-38,108	27,096	38,267
BPS	474,469	490,707	444,021	454,567	474,334
DPS	18,500	18,500	0	18,500	18,500
CFPS	80,895	77,288	22,215	88,100	95,963
ROA(%)	1.2	0.7	-2.3	1.5	2.0
ROE(%)	3.5	2.2	-8.1	6.0	8.2
ROIC(%)	4.6	2.9	-3.0	4.4	5.4
Multiples(x, %)					
PER	21.0	31.8	-7.4	10.4	7.4
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	4.3	4.4	12.8	3.2	2.9
EV/EBITDA	8.9	8.3	70.8	7.9	7.2
배당수익률	5.3	5.5	n/a	6.5	6.5
안정성(%)					
부채비율	121.2	116.4	139.3	155.7	165.7
Net debt/Equity	61.1	48.2	75.3	92.6	100.3
Net debt/EBITDA	472.8	425.6	4,610.8	555.3	519.8
유동비율	102.6	123.8	127.0	116.8	120.4
이자보상배율(배)	3.8	2.3	n/a	4.1	5.0
자산구조(%)					
투자자본	68.7	62.5	65.3	71.4	71.6
현금+투자자산	31.3	37.5	34.7	28.6	28.4
자본구조(%)					
차입금	42.8	42.2	49.7	50.8	53.0
자기자본	57.2	57.8	50.3	49.2	47.0

GS (078930)

투자포인트: 싸다 => 증익



▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 02-3772-7617

Buy (신규)

목표주가(신규): 60,000원

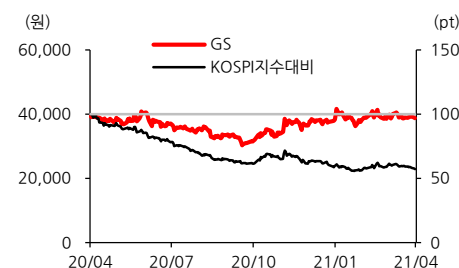
현재 주가(4/7)	38,900원
상승여력	▲54.2%
시가총액	36,144억원
발행주식수	92,915천주
52 주 최고가 / 최저가	41,600 / 30,300원
90 일 일평균 거래대금	173.54억원
외국인 지분율	18.1%
주주 구성	
허창수 (외 53 인)	52.1%
국민연금공단 (외 1 인)	8.1%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.9	-1.5	22.5	-1.5
상대수익률(KOSPI)	-2.8	-5.0	-8.9	-73.6

단위: 십억 원 % 배

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	17,786	15,444	17,755	18,340
영업이익	2,033	921	1,598	1,716
EBITDA	2,033	921	1,598	1,716
지배주주순이익	544	-243	473	513
EPS	5,854	-2,612	5,088	5,517
순차입금	9,403	8,847	8,665	9,245
PER	8.8	-14.4	7.6	7.1
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.0	13.5	7.7	7.5
배당수익률	3.7			
ROE	6.3	-2.8	5.6	5.8

주가 추이



GS는 과거 “정유” 업체에보다는 복합 지주업체로 인식되고 있다. GS 칼텍스의 이익 기여는 지주법을 통해 순이익의 50%만이 GS의 매출/영업/순이익에 반영되기 때문이다. 매출/이익 내 정유 비중은 2.2%/23%에 불과하나 NAV 내 비중은 여전히 58% 이다.

[정유] 폐쇄-Cycle 진입으로 BEP 수준의 시황 회복할 것

1970~80년에 자어진 정유설비는 3,700~4,000만b/d인데, 경제성에 따라 10년 안에 폐쇄될 가능성이 있다. 이는 지난 45년간 폐쇄된 설비의 7~80%에 달한다.

2040년까지, 전차 전환으로 휘발유/경유 수요 -1,760만b/d, 항공은 바이오항공유가 -276만b/d를 대체할 전망이다. 앞서 언급한 폐쇄후보 -3,700만b/d를 고려하면, 큰 무리 없이 공급 감소로 해결(Soft-landing) 가능한 수준이다. 국내 정유사들은 1980년대 설비로 기술적으로 우수하며, 규모의 경제를 갖추고 있어, 적절한 수준의 정기보수 비용을 투자한다면, BEP 이상의 마진을 유지할 수 있을 것이다.

[정유] 2022년 중순까지 완만한 회복을 전망

2021년말까지 전세계적으로 코로나 백신 투여되며 2022년 중순에는 정유 수요가 회복될 것으로 예상된다. 다만 가동률 회복은 순수입 국가들부터 나타날 것이다. 글로벌 정유 수요가 95% 이상 회복되어야 자국 생산량을 충분히 소화한 후 수입 재개될 것이기 때문이다.

투자의견 BUY, 목표주가 6만원 (신규)

투자의견은 BUY, 목표주가 6만원으로 제시한다. 정유업은 코로나19와 함께 완전히 회복될 전망이다. 장기적으로도 전차/바이오연료 등에너지 대체 속도에 맞춰 경쟁사 폐쇄가 진행될 것이기 때문이다. 목표주가는 SOTP(할인 -50%) Valuation을 적용했다.

2021년부터, GS의 투자포인트는 단순히 “싸다”에서 “증익”으로 변할 것이다. GS파워(3월, 지분율 50%=>100%)/GS홈쇼핑(GS리테일 합병)의 연결 편입으로 연결 영업이익 +1,200~1,500억원 개선되며, 2) 바이오매스 (영업이익 +400억원) 및 3) 7월 MFC(79만톤/년) 증설이 계획되어있기 때문이다. MFC 프로젝트는 GS칼텍스의 부생가스 등을 사용하기 때문에 일반 NCC 보다 높은 이익을 창출할 것으로 기대된다.

[표 10] GS 실적 추정

단위: 십억 원

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	4,196.1	3,665.5	3,929.7	3,652.9	4,506.3	4,350.8	4,495.8	4,402.2	17,786.1	15,444.2	17,755.1	18,340.2
QoQ(%)	-3.2%	-12.6%	7.2%	-7.0%	23.4%	-3.4%	3.3%	-2.1%				
YoY(%)	-5.0%	-18.7%	-13.1%	-15.8%	7.4%	18.7%	14.4%	20.5%	0.2%	-13.2%	15.0%	3.3%
Dubai유(\$/bbl)	65.0	64.7	64.4	64.1	63.8	63.5	63.2	62.9	63.5	64.6	63.4	70.1
▶본사(임대/로열티)	58.5	59.6	61.1	63.4	64.1	66.1	69.2	68.2	254.3	242.6	267.6	280.6
임대	46.4	48.3	51.3	50.4	48.7	50.7	53.9	52.9	197.0	196.4	206.2	216.5
로열티	12.1	11.3	9.8	13.0	15.4	15.4	15.3	15.3	57.3	46.2	61.3	
▶자회사_연결	4,563.8	3,632.0	3,723.8	3,532.9	4,311.5	4,237.2	4,358.4	4,247.8	17,227.6	15,452.5	17,154.9	17,652.6
GS 리테일	2,141.9	2,210.7	2,348.8	2,160.9	2,244.4	2,488.0	2,586.0	2,440.8	9,006.9	8,862.3	9,759.2	10,065.7
GS EPS	212.7	148.3	208.6	187.2	324.2	220.8	267.5	302.1	933.1	756.8	1,114.5	1,157.9
GS E&R	416.0	310.8	319.8	334.6	441.3	441.3	441.3	441.3	1,573.3	1,381.2	1,765.3	1,765.3
GS 글로벌	868.2	663.9	641.5	641.5	911.6	697.1	673.6	673.6	3,889.3	2,815.1	2,955.9	3,103.6
GS 에너지	579.3	328.6	407.8	326.2	559.5	476.4	494.9	510.0	2,407.0	1,641.9	2,040.7	2,112.8
▷[지분법]칼텍스	-528.1	-38.0	132.6	45.8	84.0	17.7	38.1	49.1	226.3	-387.7	188.8	248.9
▷[지분법]파워	28.2	8.3	10.1	11.7	25.5	8.7	6.9	10.9	52.2	58.3	51.9	63.9
연결/기타	345.7	-30.3	-202.7	-117.5	-169.5	-86.4	-104.9	-120.0	-582.0	-4.8	-480.7	-552.8
▶자회사_지주연결	-473.2	-15.0	169.6	82.6	130.6	47.5	68.2	86.2	304.2	-236.0	332.6	407.1
GS 홈쇼핑	9.7	9.7	11.7	14.5	10.2	10.2	12.3	15.2	39.6	45.6	47.9	50.3
기타	17.0	5.0	15.2	10.6	11.0	11.0	11.0	11.0	-13.9	47.8	44.0	44.0
영업이익	9.5	157.3	474.1	279.7	504.9	356.2	390.9	346.3	2,033.1	920.6	1,598.3	1,716.3
OPM (%)	0.2%	4.3%	12.1%	7.7%	11.2%	8.2%	8.7%	7.9%	11.4%	6.0%	9.0%	9.4%
QoQ(%)	-98.0%	1562.2%	201.4%	-41.0%	80.5%	-29.5%	9.7%	-11.4%				
YoY(%)	-98.2%	-67.8%	-14.0%	-41.9%	5236.4%	126.5%	-17.6%	23.8%	-8.0%	-54.7%	73.6%	7.4%
▶본사(임대/로열티)	41.0	41.7	42.8	44.4	44.9	46.2	48.4	47.7	178.0	169.8	187.3	196.4
- 임대	32.5	33.8	35.9	35.3	34.1	35.5	37.7	37.0	137.9	137.5	144.4	151.6
- 로열티	8.5	7.9	6.9	9.1	10.8	10.7	10.7	10.7	40.1	32.3	42.9	44.8
▶자회사_연결	-10.8	48.8	442.7	378.2	468.9	318.7	349.2	302.3	1,915.3	858.9	1,439.1	1,545.6
GS 리테일	88.8	59.2	79.0	25.7	77.0	103.6	105.2	55.0	238.9	252.7	340.8	357.8
GS EPS	33.6	9.9	44.5	4.7	73.6	33.0	50.7	36.1	132.3	92.7	193.3	200.9
GS E&R	58.8	12.1	5.3	30.5	88.4	40.7	40.7	60.6	147.0	106.7	230.3	238.5
GS 글로벌	19.5	14.3	7.4	-8.9	20.5	15.0	7.8	-9.3	58.2	32.3	33.9	35.6
GS 에너지	-211.5	-46.7	306.5	326.2	209.5	126.4	144.9	160.0	1,338.9	374.5	640.7	712.8
▷[지주법]칼텍스	-528.1	-38.0	132.6	45.8	84.0	17.7	38.1	49.1	226.3	-387.7	188.8	248.9
▷[지주법]파워	28.2	8.3	10.1	11.7	25.5	8.7	6.9	10.9	52.2	58.3	51.9	63.9
▷자회사_지분법	-473.2	-15.0	169.6	82.6	130.6	47.5	68.2	86.2	304.2	-236.0	332.6	407.1
GS 홈쇼핑	9.7	9.7	11.7	14.5	10.2	10.2	12.3	15.2	39.6	45.6	47.9	50.3
기타	17.0	5.0	15.2	10.6	11.0	11.0	11.0	11.0	-13.9	47.8	44.0	44.0
▶연결기타	452.5	81.8	-181.0	-225.4	-139.5	-56.4	-74.9	-90.0	-364.4	127.9	-360.7	-432.8
당기순이익	-295.2	9.5	271.1	-173.2	166.0	161.8	176.2	153.0	668.9	-187.8	657.0	640.8
▶자회사_지분법	-473.2	-15.0	169.6	82.6	130.6	47.5	68.2	86.2	304.2	-236.0	332.6	407.1
지배순이익	-338.2	-3.2	233.9	-135.2	141.1	137.5	149.8	130.0	544.0	-242.7	473.0	512.6
순이익률(%)	-8.1%	-0.1%	6.0%	-3.7%	3.1%	3.2%	3.3%	3.0%	3.1%	-1.6%	3.1%	2.8%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	적전	흑전	-2.5%	8.9%	-13.2%				
YoY(%)	적전	적전	13.2%	적전	흑전	흑전	-36.0%	흑전	-39.8%	-144.6%	-330.1%	8.4%

자료: GS, 한화투자증권 리서치센터

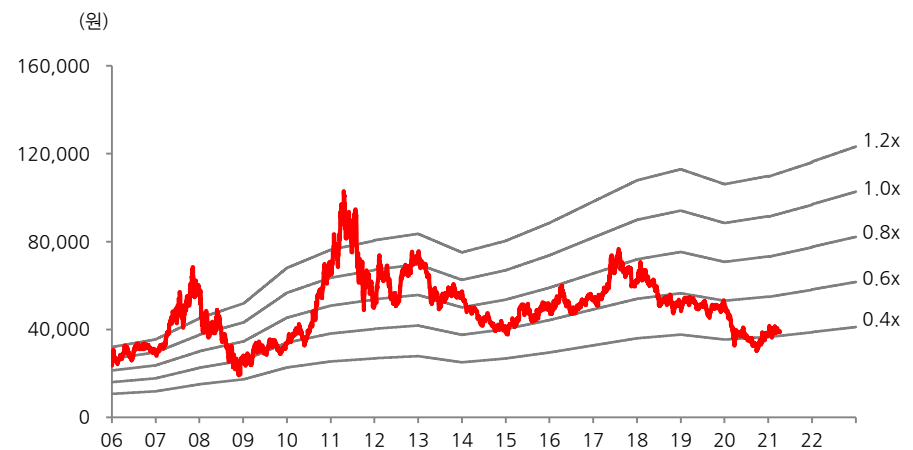
[표 11] GS SOTP Valuation

단위: 십억 원

	지분율	장부가	평가액	비고
[+] 상장사				
			2,365.0	(4/7 증가기준)
GS리테일	65.8%	649.3	1,900.0	시총: 2.9조원
GS홈쇼핑	36.1%	195.9	359.4	시총: 1.0조원
GS글로벌	50.7%	249.7	105.7	시총: 0.2조원
[+] 비상장사				
			10,911.8	
GS에너지	100.0%	3,499.3	9,870.9	(1) x 100% + [(2) + (3)] x 50%
1) 자원개발 등	N/A	1,094.3	1,094.3	장부가 적용
2) GS파워	50.0%	413.0	836.8	2019년 NP(104.4십억) x 8배
3) GS칼텍스	50.0%	3,499.2	16,716.4	*1Q20 자본총계 = 10.8조원 [GS칼텍스 EV] = $\frac{\text{S-Oil 시총}(9.0+5.0\text{조원}) \times \text{GS Capa}(80.0\text{만b/d})}{\text{S-Oil Capa}(67\text{만b/d})}$
GS E&R	87.9%	753.6	439.6	2019년 NP(62.5십억) x 8배 x 지분율
GS EPS	70.0%	293.7	594.2	2019년 NP(106.1십억) x 8배 x 지분율
[+] 별도(임대/로열티)			1,213.0	2020년 임대/로열티 매출 x5배
[+] 순차입금(적용)			3,350.9	별도 + 칼텍스
순차입금(연결)			7,114.3	
총 기업가치			11,138.9	투자자산가치+영업가치+부동산가치-순차입금
총 기업가치(50%)			5,569.5	*할인율 50% 적용
주식수(천주)			92,895	자사주 제외한 발행주식수 기준
목표주가 1. SOTP			60,000	주당 NAV x 할인율(50%)
목표주가 2. PBR 밸류에이션			64,000	2021년 BPS 91,304원 x Target PBR 0.7배 수준
현재주가(원)			38,900	(4/7 증가기준)
상승여력 (목표주가 1 기준)			54%	SOTP
상승여력 (목표주가 2 기준)			65%	PBR 밸류에이션 (Target PBR 0.7배)
시가배당률			4.9%	1,900원

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 60] GS 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

단위: 십억 원

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	17,744	17,786	15,444	17,755	18,340
매출총이익	4,094	3,982	2,759	3,622	3,807
영업이익	2,210	2,033	921	1,598	1,716
EBITDA	2,210	2,033	921	1,598	1,716
순이자손익	-248	-262	-234	-245	-252
외화관련손익	-1	-2	12	0	0
지분법손익	2	0	0	0	0
세전계속사업손익	1,940	1,774	431	1,313	1,424
당기순이익	1,030	669	-188	591	641
지배주주순이익	903	544	-243	473	513
증가율(%)					
매출액	13.9	0.2	-13.2	15.0	3.3
영업이익	8.3	-8.0	-54.7	73.6	7.4
EBITDA	8.3	-8.0	-54.7	73.6	7.4
순이익	-5.6	-35.1	적전	흑전	8.4
이익률(%)					
매출총이익률	23.1	22.4	17.9	20.4	20.8
영업이익률	12.5	11.4	6.0	9.0	9.4
EBITDA 이익률	12.5	11.4	6.0	9.0	9.4
세전이익률	10.9	10.0	2.8	7.4	7.8
순이익률	5.8	3.8	-1.2	3.3	3.5

재무상태표

단위: 십억 원

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	3,285	3,117	3,437	4,126	4,007
현금성자산	1,443	1,284	1,900	2,281	2,101
매출채권	1,163	1,140	983	1,140	1,177
재고자산	503	462	377	520	536
비유동자산	19,346	21,617	21,040	21,735	22,908
투자자산	9,101	11,135	10,958	11,403	11,866
유형자산	8,535	8,468	8,439	9,125	9,827
무형자산	1,676	1,553	1,198	1,206	1,214
자산총계	22,631	24,734	24,477	25,861	26,915
유동부채	4,569	4,790	3,998	4,835	4,919
매입채무	1,177	1,107	1,027	1,839	1,898
유동성이자부채	2,692	3,036	2,367	2,367	2,367
비유동부채	7,537	8,929	9,723	9,977	10,434
비유동이자부채	6,354	7,651	8,380	8,580	8,980
부채총계	12,106	13,718	13,720	14,812	15,353
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,188	1,189	1,181	1,181	1,181
이익잉여금	9,906	10,283	9,835	10,128	10,640
자본조정	-3,077	-3,057	-3,135	-3,135	-3,135
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	10,525	11,016	10,757	11,049	11,562

현금흐름표

단위: 십억 원

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	1,269	1,586	1,738	1,500	593
당기순이익	1,030	669	-188	591	641
자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본증감	-236	-167	180	529	24
매출채권 감소(증가)	-116	66	157	-158	-37
재고자산 감소(증가)	20	-8	116	-143	-17
매입채무 증가(감소)	-116	-121	-150	813	59
투자현금흐름	-836	-344	-1,424	-1,186	-1,222
유형자산처분(취득)	-702	-630	-561	-686	-702
무형자산 감소(증가)	-28	-2	-4	-8	-8
투자자산 감소(증가)	-311	9	-307	-47	-49
재무현금흐름	-515	-1,166	-297	20	400
차입금의 증가(감소)	-312	-959	-306	200	400
자본의 증가(감소)	-203	-229	-254	-180	0
배당금의 지급	-203	-229	-254	-180	0
총현금흐름	2,442	2,868	2,248	971	569
(-)운전자본증가(감소)	164	114	-174	-529	-24
(-)설비투자	731	736	598	686	702
(+)자산매각	2	104	34	-8	-8
Free Cash Flow	1,549	2,122	1,857	806	-117
(-)기타투자	-132	-226	545	445	463
잉여현금	1,682	2,347	1,312	361	-580
NOPLAT	928	767	-401	719	772
(+) Dep	0	0	0	0	0
(-)운전자본투자	164	114	-174	-529	-24
(-)Capex	731	736	598	686	702
OpFCF	34	-83	-826	562	94

주 IRS 연결 기준

주요지표

단위: 원 배

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	9,721	5,854	-2,612	5,088	5,517
BPS	89,656	93,859	88,213	91,304	96,718
DPS	1,900	1,900	0	0	0
CFPS	25,792	30,284	23,740	10,252	6,011
ROA(%)	4.0	2.3	-1.0	1.9	1.9
ROE(%)	11.1	6.3	-2.8	5.6	5.8
ROIC(%)	8.2	6.2	-3.2	5.8	5.9
Multiples(x, %)					
PER	5.3	8.8	-14.4	7.6	7.1
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	2.0	1.7	1.6	3.8	6.5
EV/EBITDA	5.6	7.0	13.5	7.7	7.5
배당수익률	3.7	3.7	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	115.0	124.5	127.6	134.1	132.8
Net debt/Equity	72.2	85.4	82.2	78.4	80.0
Net debt/EBITDA	344.1	462.5	961.0	542.2	538.7
유동비율	71.9	65.1	86.0	85.3	81.5
이자보상배율(배)	7.7	6.2	3.0	4.9	5.1
자산구조(%)					
투자자본	52.0	51.4	48.9	47.9	49.0
현금+투자자산	48.0	48.6	51.1	52.1	51.0
자본구조(%)					
차입금	46.2	49.2	50.0	49.8	49.5
자기자본	53.8	50.8	50.0	50.2	50.5

[Compliance Notice]

공표일: 2021년 4월 8일

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우계)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK이주 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

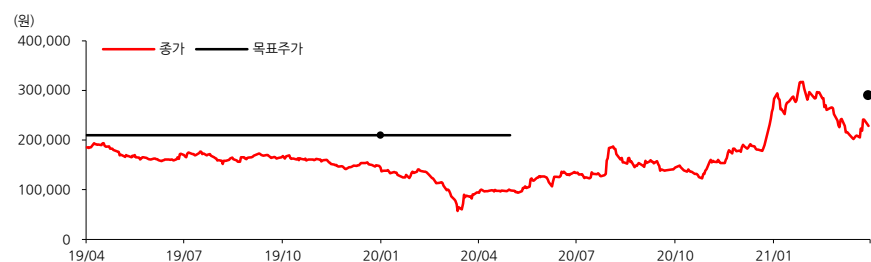
일시	2021.04.07	2021.04.07			
투자의견	담당자 변경	Hdd			
목표가격		85,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.04.07	Hdd	85,000		

[SK이노베이션 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2021.04.07	2021.04.07			
투자의견	담당자 변경	Buy			
목표가격		290,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.07	Buy	290,000		

[현대중공업지주 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

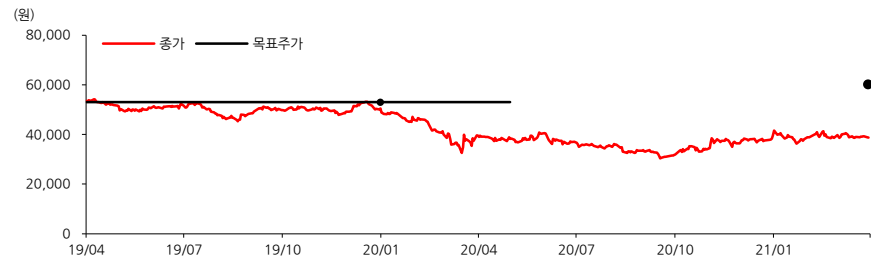
일 시	2021.04.07				
투자의견	Buy				
목표가격	350,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.07	Buy	350,000		

[GS 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2021.04.07	2021.04.07			
투자의견	담당자 변경	Buy			
목표가격		60,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.07	Buy	60,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조식분석자료의 투자등급 부여 비중]

기준일: 2021년 3월 31일

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품 의 비중	95.8%	42%	00%	100.0%