

2020. 7. 13



▲ 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) 82,000 원**

**현재주가 (7.10) 61,700 원**

**상승여력 32.9%**

KOSPI 2,150.25pt

시가총액 69,464억원

발행주식수 11,258만주

유동주식비율 36.55%

외국인비중 74.55%

52주 최고/최저가 106,000원/48,500원

평균거래대금 447.0억원

**주요주주(%)**

Aramco Overseas Company BV 외 11 63.45

국민연금공단 7.93

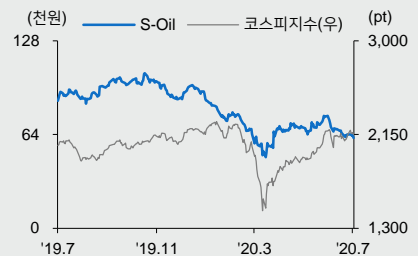
**주가상승률(%)**

1개월 6개월 12개월

절대주가 -16.6 -29.2 -31.1

상대주가 -14.9 -27.4 -34.0

**주가그래프**



# S-Oil 010950

## 2Q20 Preview: 개선 여력 유효

- ✓ 2Q20 영업적자 -1,510억원: 흑자전환 예상치 하회할 전망(재고손실 지속) 정유 -3,445억원, 석유화학 1,012억원, 유탄기유 922억원
- ✓ Covid-19 Lockdown 영향으로 정유 부진, 반면 ODC의 PO/PP 이익 기여도 증가
- ✓ 2H20 정유 Turn-around: 재고손실소멸과 제품별 수요 회복 기대
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가는 8.2만원 유지

### 2Q20 Preview 영업적자 -1,510억원: 정유 적자, 석유화학 PP 마진 호조

동사의 2Q20 영업적자는 -1,510억원을 추정, 최근 높아진 눈높이를 소폭 하회할 전망이다. 당분기 OSP 할인의 이중성(6월 도입원가 하락으로 마진 부담 감소는 긍정적인 반면, 원유 투입 시점의 유가 또한 하락하며 실질적인 재고차익규모 미미)으로 적자가 지속되겠다.

사업부별 흐름은 (1) 정유부문 적자는 -3,445억원 추정(부진한 업황이 지속되며 정제설비 가동률 하락과 재고손실 반영), (2) 석유화학 영업이익은 1,012억원 추정(P-X 스프레드(-16% QoQ) 악화, 반면 ODC는 PP 마진 호조(+27% QoQ)로 이익 기여도 증가), (3) 유탄기유는 수익성 둔화로 영업이익 922억원을 추정한다.

### 하반기 Turn-around 추세 변함없어, 점진적 회복에 초점

2H20 정유업황 Turn-around의 기존 전망 의견에 변함이 없다. 하반기 개선될 업황은 (1) 상반기 발생한 대규모 재고손실 소멸의 기저효과, (2) 4~6월 OSP 단가 하락의 긍정적 레깅 효과에 따른 마진 개선을 배경에 두고 있다.

### 투자의견 Buy와 적정주가는 8.2만원

2020~21년 정제설비 예상규모는 기존 전망대비 -1.3%씩 각각 감소, 정유업종 수급에 긍정적 여건이 마련되었다. Covid-19 Lockdown으로 수요 불확실성 여전하나 향후 회복될 수요 여건을 감안하여 동사에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 8.2만원을 유지한다.

| (십억원) | 매출액      | 영업이익    | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|----------|---------|------------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------------|---------|----------|
| 2018  | 25,463.3 | 639.5   | 258.0      | 2,266          | -79.2   | 55,480  | 43.1    | 1.8     | 17.1          | 3.9     | 146.6    |
| 2019  | 24,394.2 | 420.1   | 65.4       | 574            | -74.7   | 55,715  | 166.2   | 1.7     | 16.5          | 1.0     | 151.4    |
| 2020E | 16,071.8 | -351.0  | -250.5     | -2,225         | -487.9  | 53,294  | -28.5   | 1.2     | 36.6          | -3.9    | 173.7    |
| 2021E | 20,612.7 | 1,450.8 | 1,198.4    | 10,552         | -574.3  | 60,972  | 6.0     | 1.0     | 5.5           | 18.0    | 162.5    |
| 2022E | 22,852.1 | 1,902.2 | 1,536.9    | 13,519         | 28.1    | 70,356  | 4.7     | 0.9     | 3.6           | 20.1    | 136.6    |

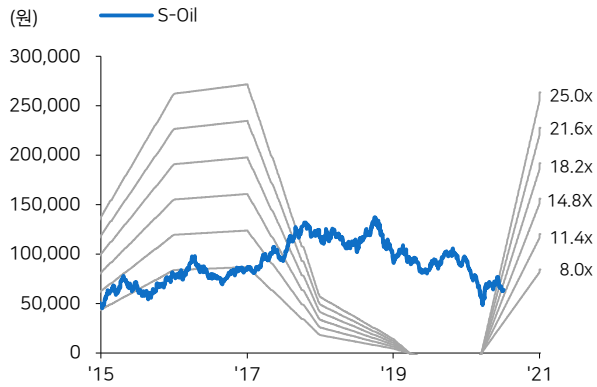
| (십억원)     | 2Q20E   | 2Q19    | (% YoY) | 1Q20     | (% QoQ) | 컨센서스    | (% diff.) |
|-----------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|-----------|
| 매출액       | 2,948.7 | 6,257.3 | -52.9   | 5,198.4  | -43.3   | 3,307.8 | -10.9     |
| 영업이익      | -151.0  | -90.5   | 적자확대    | -1,007.3 | 적자축소    | -106.7  | 적자확대      |
| 세전이익      | -108.0  | -195.8  | 적자축소    | -1,209.3 | 적자축소    | -112.8  | 적자축소      |
| 순이익(지배주주) | -81.0   | -147.4  | 적자축소    | -880.6   | 적자축소    | -84.3   | 적자축소      |
| 영업이익률(%)  | -5.1    | -1.4    |         | -19.4    |         | -3.2    |           |
| 순이익률(%)   | -2.7    | -2.4    |         | -16.9    |         | -2.5    |           |

자료: 메리츠증권 리서치센터

| (십억원)            | 1Q19           | 2Q19           | 3Q19           | 4Q19           | 1Q20            | 2Q20E          | 3Q20E          | 4Q20E          | 2019            | 2020E           | 2021E           |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>매출액</b>       | <b>5,426.2</b> | <b>6,257.3</b> | <b>6,234.5</b> | <b>6,476.2</b> | <b>5,198.4</b>  | <b>2,948.7</b> | <b>3,843.1</b> | <b>4,081.7</b> | <b>24,394.2</b> | <b>16,071.9</b> | <b>20,612.6</b> |
| 정유               | 4,074.3        | 5,001.8        | 4,869.0        | 5,063.5        | 3,956.4         | 1,748.8        | 2,544.7        | 2,741.2        | 19,008.6        | 10,991.1        | 15,267.6        |
| 석유화학             | 986.9          | 911.2          | 962.4          | 1,009.1        | 808.1           | 747.3          | 844.8          | 876.4          | 3,869.6         | 3,276.6         | 3,557.3         |
| 윤활기유             | 365.0          | 344.3          | 403.1          | 403.6          | 433.9           | 452.5          | 453.6          | 464.0          | 1,516.0         | 1,804.0         | 1,787.8         |
| <b>영업이익</b>      | <b>270.4</b>   | <b>-90.5</b>   | <b>230.7</b>   | <b>9.5</b>     | <b>-1,007.3</b> | <b>-151.0</b>  | <b>364.1</b>   | <b>443.2</b>   | <b>420.1</b>    | <b>-351.0</b>   | <b>1,450.9</b>  |
| %OP              | 5.0%           | -1.4%          | 3.7%           | 0.1%           | -19.4%          | -5.1%          | 9.5%           | 10.9%          | 1.7%            | -2.2%           | 7.0%            |
| 정유               | 95.7           | -136.1         | 99.7           | -79.7          | -1,190.0        | -344.5         | 161.8          | 235.2          | -20.4           | -1,137.5        | 661.7           |
| 석유화학             | 147.5          | 4.2            | 79.4           | 20.1           | 66.5            | 101.2          | 111.0          | 119.2          | 251.2           | 397.9           | 431.7           |
| 윤활기유             | 27.2           | 41.4           | 51.6           | 98.2           | 116.2           | 92.2           | 91.3           | 88.8           | 218.4           | 388.5           | 357.4           |
| <b>세전이익</b>      | <b>157.2</b>   | <b>-195.8</b>  | <b>74.1</b>    | <b>74.8</b>    | <b>-1,209.3</b> | <b>-108.0</b>  | <b>437.1</b>   | <b>511.2</b>   | <b>110.3</b>    | <b>-369.0</b>   | <b>1,597.9</b>  |
| <b>순이익(지배주주)</b> | <b>113.6</b>   | <b>-147.4</b>  | <b>51.6</b>    | <b>47.7</b>    | <b>-880.6</b>   | <b>-81.0</b>   | <b>327.9</b>   | <b>383.4</b>   | <b>65.5</b>     | <b>-250.3</b>   | <b>1,198.4</b>  |
| %YoY             |                |                |                |                |                 |                |                |                |                 |                 |                 |
| 매출액              | 0.3            | 4.2            | -13.3          | -5.6           | -4.2            | -52.9          | -38.4          | -37.0          | -4.2            | -34.1           | 28.3            |
| 영업이익             | 6.2            | 적전             | -26.9          | 흑전             | 적전              | 적자확대           | 57.8           | 4,565.3        | -34.3           | 적전              | 흑전              |
| 세전이익             | -39.1          | 적전             | -76.5          | 흑전             | 적전              | 적자축소           | 489.9          | 583.4          | -66.8           | 적전              | 흑전              |
| 순이익(지배)          | -39.8          | 적전             | -77.6          | 흑전             | 적전              | 적자축소           | 535.5          | 703.8          | -74.6           | 적전              | 흑전              |
| %QoQ             |                |                |                |                |                 |                |                |                |                 |                 |                 |
| 매출액              | -20.9          | 15.3           | -0.4           | 3.9            | -19.7           | -43.3          | 30.3           | 6.2            |                 |                 |                 |
| 영업이익             | 흑전             | 적전             | 흑전             | -95.9          | 적전              | 적자축소           | 흑전             | 21.7           |                 |                 |                 |
| 세전이익             | 흑전             | 적전             | 흑전             | 0.9            | 적전              | 적자축소           | 흑전             | 17.0           |                 |                 |                 |
| 순이익(지배)          | 흑전             | 적전             | 흑전             | -7.6           | 적전              | 적자축소           | 흑전             | 16.9           |                 |                 |                 |

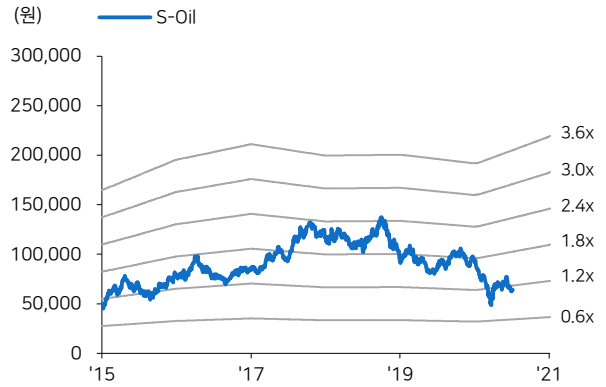
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



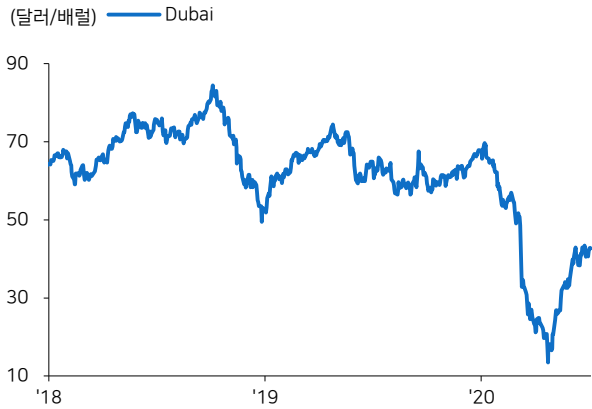
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 20.7월 Dubai 유가 42.7달러/배럴



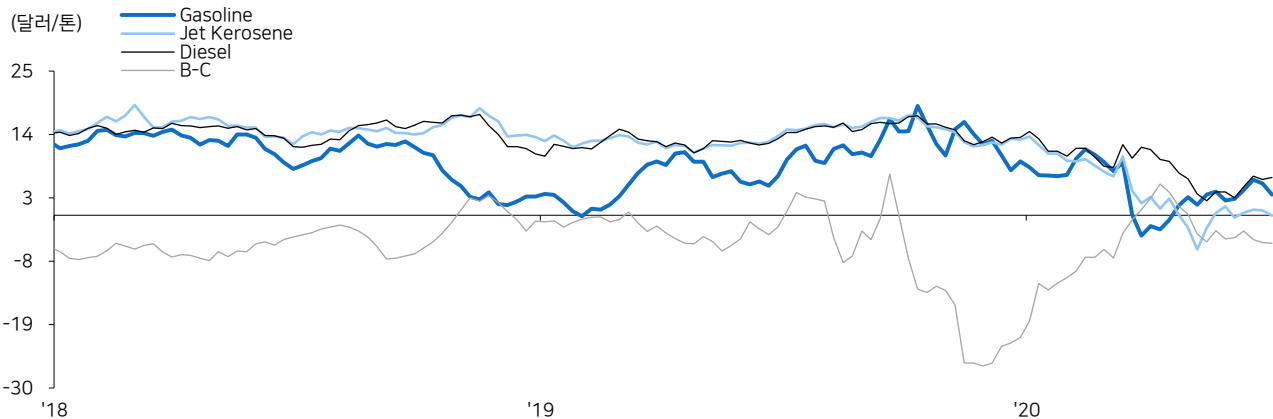
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 사우디 OSP 감안한 정제마진



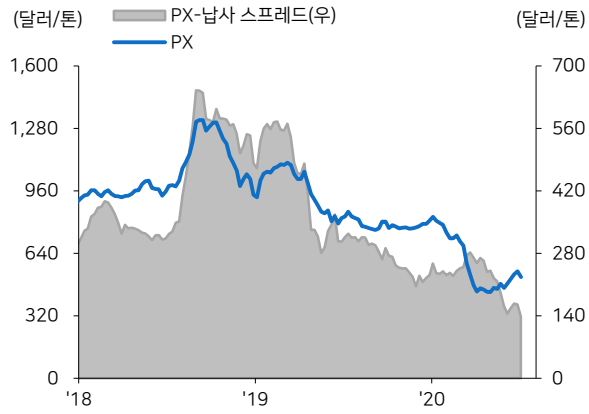
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 제품별 마진 흐름



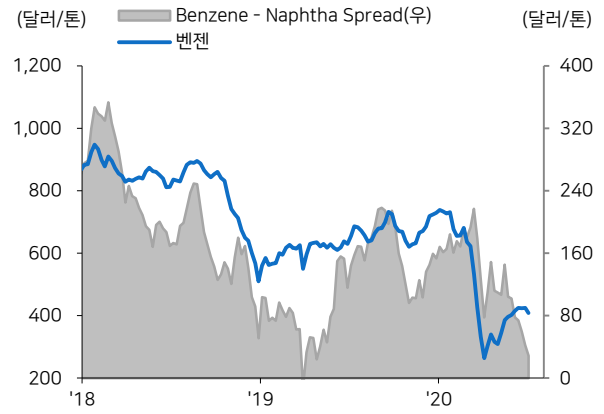
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 P-X 스프레드 추이



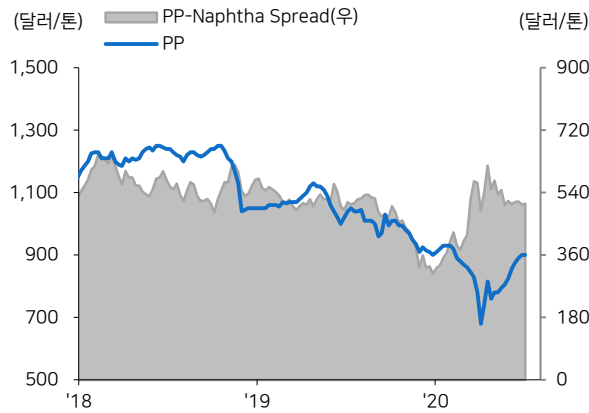
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 벤젠 스프레드 추이



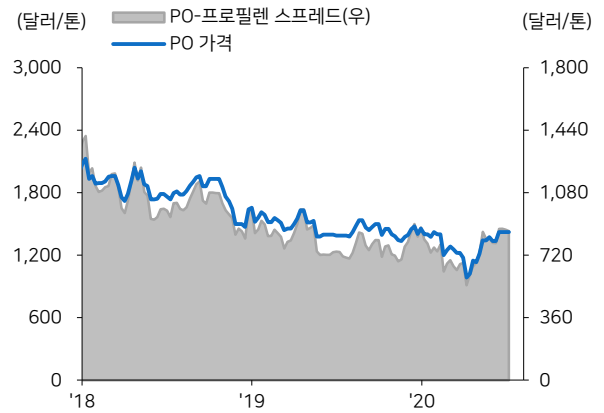
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 PP 스프레드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 PO 스프레드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

## S-Oil (010950)

## Income Statement

| (십억원)        | 2018            | 2019            | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>매출액</b>   | <b>25,463.3</b> | <b>24,394.2</b> | <b>16,071.8</b> | <b>20,612.7</b> | <b>22,852.1</b> |
| 매출액증가율 (%)   | 21.9            | -4.2            | -34.1           | 28.3            | 10.9            |
| 매출원가         | 24,200.3        | 23,346.8        | 15,983.8        | 18,837.0        | 20,589.8        |
| 매출총이익        | 1,263.1         | 1,047.4         | 88.0            | 1,775.8         | 2,262.3         |
| 판매관리비        | 623.6           | 627.3           | 439.0           | 324.9           | 360.1           |
| <b>영업이익</b>  | <b>639.5</b>    | <b>420.1</b>    | <b>-351.0</b>   | <b>1,450.8</b>  | <b>1,902.2</b>  |
| 영업이익률        | 2.5             | 1.7             | -2.2            | 7.0             | 8.3             |
| 금융손익         | -120.7          | -242.1          | 29.6            | 160.0           | 160.0           |
| 중속/관계기업손익    | 4.1             | 2.6             | 9.2             | 12.0            | 12.0            |
| 기타영업외손익      | -191.1          | -70.2           | -56.9           | -25.0           | -25.0           |
| 세전계속사업이익     | 331.8           | 110.4           | -369.1          | 1,597.8         | 2,049.2         |
| 법인세비용        | 73.8            | 44.9            | -118.6          | 399.5           | 512.3           |
| <b>당기순이익</b> | <b>258.0</b>    | <b>65.4</b>     | <b>-250.5</b>   | <b>1,198.4</b>  | <b>1,536.9</b>  |
| 지배주주지분 순이익   | 258.0           | 65.4            | -250.5          | 1,198.4         | 1,536.9         |

## Balance Sheet

| (십억원)        | 2018            | 2019            | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>유동자산</b>  | <b>5,854.5</b>  | <b>5,628.9</b>  | <b>6,489.7</b>  | <b>8,393.3</b>  | <b>9,695.6</b>  |
| 현금및현금성자산     | 664.5           | 291.0           | 2,772.5         | 3,596.7         | 5,127.6         |
| 매출채권         | 1,641.5         | 1,312.3         | 1,054.4         | 1,411.5         | 1,511.4         |
| 재고자산         | 3,139.1         | 3,196.0         | 2,072.8         | 2,775.0         | 2,971.4         |
| <b>비유동자산</b> | <b>10,100.5</b> | <b>10,704.5</b> | <b>10,517.9</b> | <b>10,270.3</b> | <b>9,714.0</b>  |
| 유형자산         | 9,740.7         | 10,139.1        | 9,911.9         | 9,655.9         | 9,101.6         |
| 무형자산         | 104.5           | 101.3           | 94.3            | 87.7            | 81.6            |
| 투자자산         | 120.4           | 128.6           | 44.3            | 59.3            | 63.5            |
| <b>자산총계</b>  | <b>15,955.0</b> | <b>16,333.4</b> | <b>17,007.5</b> | <b>18,663.6</b> | <b>19,409.6</b> |
| <b>유동부채</b>  | <b>5,789.1</b>  | <b>5,748.7</b>  | <b>5,867.0</b>  | <b>6,191.2</b>  | <b>6,125.8</b>  |
| 매입채무         | 1,437.3         | 1,655.2         | 1,043.2         | 1,396.6         | 1,495.4         |
| 단기차입금        | 2,359.2         | 2,319.7         | 3,774.3         | 3,794.3         | 3,794.3         |
| 유동성장기부채      | 575.6           | 505.4           | 460.1           | 400.1           | 400.1           |
| <b>비유동부채</b> | <b>3,696.8</b>  | <b>4,088.1</b>  | <b>4,926.1</b>  | <b>5,362.8</b>  | <b>5,080.0</b>  |
| 사채           | 2,535.8         | 2,835.5         | 3,661.2         | 3,981.2         | 3,981.2         |
| 장기차입금        | 864.8           | 719.3           | 1,083.0         | 1,138.0         | 838.0           |
| <b>부채총계</b>  | <b>9,485.8</b>  | <b>9,836.8</b>  | <b>10,793.2</b> | <b>11,554.0</b> | <b>11,205.8</b> |
| <b>자본금</b>   | <b>291.5</b>    | <b>291.5</b>    | <b>291.5</b>    | <b>291.5</b>    | <b>291.5</b>    |
| 자본잉여금        | 1,331.5         | 1,331.5         | 1,331.5         | 1,331.5         | 1,331.5         |
| 기타포괄이익누계액    | 25.0            | 27.3            | 7.2             | 7.2             | 7.2             |
| 이익잉여금        | 4,823.1         | 4,848.2         | 4,586.0         | 5,481.3         | 6,575.4         |
| 비지배주주지분      | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>자본총계</b>  | <b>6,469.2</b>  | <b>6,496.6</b>  | <b>6,214.4</b>  | <b>7,109.6</b>  | <b>8,203.8</b>  |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)            | 2018          | 2019            | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|------------------|---------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>-288.2</b> | <b>679.5</b>    | <b>402.7</b>   | <b>1,366.1</b> | <b>2,883.6</b> |
| 당기순이익(손실)        | 258.0         | 65.4            | -250.5         | 1,198.4        | 1,536.9        |
| 유형자산상각비          | 347.1         | 604.3           | 706.4          | 795.9          | 954.4          |
| 무형자산상각비          | 8.2           | 8.1             | 7.1            | 6.6            | 6.2            |
| 운전자본의 증감         | -881.9        | 105.1           | -275.8         | -622.9         | 398.2          |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>-415.2</b> | <b>-1,069.5</b> | <b>-175.6</b>  | <b>-563.1</b>  | <b>-397.8</b>  |
| 유형자산의증가(CAPEX)   | -2,041.4      | -827.3          | -470.9         | -540.0         | -400.0         |
| 투자자산의감소(증가)      | 8.3           | -5.6            | 93.5           | -3.0           | 7.8            |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>887.8</b>  | <b>16.5</b>     | <b>2,255.1</b> | <b>21.3</b>    | <b>-954.9</b>  |
| 차입금의 증감          | 1,561.3       | 288.0           | 2,115.9        | 91.3           | -535.4         |
| 자본의 증가           | 0.0           | 0.0             | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 현금의 증가(감소)       | 184.5         | -373.5          | 2,481.5        | 824.2          | 1,530.9        |
| 기초현금             | 480.1         | 664.5           | 291.0          | 2,772.5        | 3,596.7        |
| 기말현금             | 664.5         | 291.0           | 2,772.5        | 3,596.7        | 5,127.6        |

## Key Financial Data

|                               | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당데이터(원)</b>               |         |         |         |         |         |
| SPS                           | 226,174 | 216,678 | 142,755 | 183,090 | 202,980 |
| EPS(지배주주)                     | 2,266   | 574     | -2,225  | 10,552  | 13,519  |
| CFPS                          | 9,385   | 6,263   | 8,231   | 21,214  | 26,627  |
| EBITDAPS                      | 8,836   | 9,171   | 3,220   | 20,015  | 25,428  |
| BPS                           | 55,480  | 55,715  | 53,294  | 60,972  | 70,356  |
| DPS                           | 750     | 200     | 0       | 2,600   | 3,800   |
| 배당수익률(%)                      | 0.8     | 0.2     | 0.0     | 4.1     | 6.0     |
| <b>Valuation(Multiple)</b>    |         |         |         |         |         |
| PER                           | 43.1    | 166.2   | -28.5   | 6.0     | 4.7     |
| PCR                           | 10.4    | 15.2    | 7.7     | 3.0     | 2.4     |
| PSR                           | 0.4     | 0.4     | 0.4     | 0.3     | 0.3     |
| PBR                           | 1.8     | 1.7     | 1.2     | 1.0     | 0.9     |
| EBITDA                        | 994.8   | 1,032.5 | 362.6   | 2,253.4 | 2,862.8 |
| EV/EBITDA                     | 17.1    | 16.5    | 36.6    | 5.5     | 3.6     |
| <b>Key Financial Ratio(%)</b> |         |         |         |         |         |
| 자기자본이익률(ROE)                  | 3.9     | 1.0     | -3.9    | 18.0    | 20.1    |
| EBITDA 이익률                    | 3.9     | 4.2     | 2.3     | 10.9    | 12.5    |
| 부채비율                          | 146.6   | 151.4   | 173.7   | 162.5   | 136.6   |
| 금융비용부담률                       | 0.3     | 0.7     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 이자보상배율(x)                     | 8.8     | 2.3     |         |         |         |
| 매출채권회전율(x)                    | 16.0    | 16.5    | 13.6    | 16.7    | 15.6    |
| 재고자산회전율(x)                    | 8.6     | 7.7     | 6.1     | 8.5     | 8.0     |

**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   | 78.8% |
| 중립   | 21.2% |
| 매도   | 0.0%  |

2020년 6월 30일 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 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|------|----------|-----|---------|--------|----------------|
|            |       |      |          |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2018.10.29 | 기업브리프 | Buy  | 150,000  | 노우호 | -27.3   | -17.3  |                |
| 2019.01.08 | 산업브리프 | Buy  | 130,000  | 노우호 | -27.8   | -16.2  |                |
| 2020.01.08 | 1년 경과 |      |          |     | -33.9   | -32.2  |                |
| 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 | -       | -      |                |