

2020. 7. 24



▲ 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) 80,000 원

현재주가 (7.24) 61,700 원

상승여력 29.7%

KOSPI 2,200.44pt

시가총액 69,464억원

발행주식수 11,258만주

유동주식비율 36.55%

외국인비중 74.69%

52주 최고/최저가 106,000원/48,500원

평균거래대금 371.4억원

주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 외 11 63.45

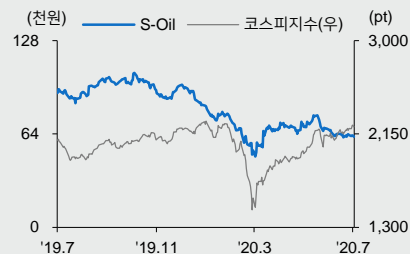
국민연금공단 7.93

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.6 -23.7 -34.7

상대주가 -9.3 -22.1 -38.2

주가그래프



S-Oil 010950

Time to Buy

- ✓ 2Q20 긍정적인 적자규모 축소: 재고손실규모 축소와 석유화학 PO/PP 마진 호조 PO/PP는 유가 하락 효과 및 전방 수요 개선으로 정유 적자를 일부 상쇄
- ✓ 4~6월 OSP 단가 인하는 3Q20에 반영되며 수익성 개선에 긍정적 재료로 작용
- ✓ 2H20 정유업 반등 전망은 (1) 재고평가손실 소멸, (2) 경제활동 재개&수요 회복
- ✓ 정유업황 회복 전망을 근거로 동사에 대해 Buy 의견, 적정주가는 8만원을 제시

2Q20 예견된 영업적자(-1,643억원), 추가 이익 쇼크 발생 가능성 제한적

동사는 금일 2Q20 영업적자 -1,643억원(적자 축소 QoQ)을 공시, 이는 시장 컨센서스에 부합한 수준이다. 당분기 적자규모 축소 배경은 (1) 유가 반등에 따른 재고손실규모 축소(당분기 -1,690억원), (2) 석유화학부문 이익 방어(ODC 효과)다.

사업부별 영업손익은 (1) 정유 -3,587억원: 휘발유/나프타, LSFO의 빠른 마진 회복, 중간유분(Jet Kerosene) 부진으로 정제마진의 더딘 회복 시현. 단, 유가 반등에 따른 재고손실규모 축소가 긍정적, (2) 석유화학 911억원: 아로마틱스 수익성 부진을 ODC가 상쇄, 특히 PO는 역대 경쟁설비 정기보수의 반사수혜, PP는 전방 수요 증가, (3) 윤활기유 1,033억원: 투입원가 하락으로 수익성 개선이다.

2H20 Turn-around: 이익 회복에 초점을 맞출 시기

2H20 합산 영업이익은 7,452억원(흑전 QoQ)을 예상, 연간 영업이익 컨센서스의 우상향 조정 가능성이 높다는 판단이다. 시장의 정유업황 부진 장기화 우려에도 당사는 2H20 경기/유가 회복 전망으로 정유업 수요 정상화 의견을 유지한다.

Covid-19 쇼크 이후 중장기 관점에서 정제마진은 글로벌 경기 회복 & 물동량 증가(디젤/항공)로 반등을 전망한다. 동사의 ODC 이익 창출력(PO/PP)은 하반기에도 유지되겠다. PO/PP의 전방 제품은 모두 Covid-19 수혜 제품으로 수요 개선과 경쟁 RFCC 가동률 하락으로 타이트한 공급까지 겹치며 이익 기여도 확대가 예상된다. 회복 논리에 근거한 동사에 대해 매수가 유효한 시점이다.

Time to Buy, 적정주가는 8만원(20년 추정치 기준 PBR 1.5배)을 제시

(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	16,227.9	-426.5	-283.0	-2,513	-538.1	53,016	-24.8	1.2	46.2	-4.5	173.7
2021E	19,231.5	1,350.6	1,123.2	9,885	-493.4	60,049	6.3	1.0	5.7	17.0	162.5
2022E	21,277.4	1,695.0	1,381.5	12,138	22.8	68,100	5.1	0.9	3.9	18.5	138.7

표1 S-Oil 2Q20실적 Review

(십억원)	2Q20P	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	3,451.8	6,257.3	-44.8	5,198.4	-33.6	3,328.7	3.7	2,948.7	17.1
영업이익	-164.3	-90.5	적자확대	-1,007.3	적자축소	-114.4	적자확대	-151.0	적자확대
세전이익	-156.5	-195.8	적자축소	-1,209.3	적자축소	-146.5	적자확대	-108.0	적자확대
순이익(지배주주)	-66.9	-147.4	적자축소	-880.6	적자축소	-90.2	적자축소	-81.0	적자축소
영업이익률(%)	-4.8	-1.4		-19.4		-3.4		-5.1	
순이익률(%)	-1.9	-2.4		-16.9		-2.7		-2.7	

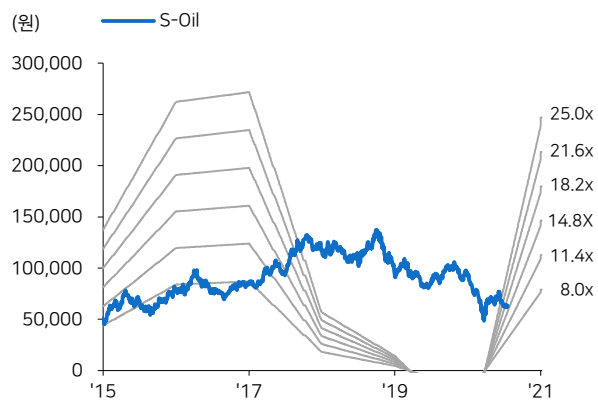
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 S-Oil 분기 추정 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	5,426.2	6,257.3	6,234.5	6,476.2	5,198.4	3,451.8	3,605.1	3,972.6	24,394.2	16,227.9	19,231.4
정유	4,074.3	5,001.8	4,869.0	5,063.5	3,956.4	2,591.5	2,375.1	2,686.4	19,008.6	11,609.4	13,953.3
석유화학	986.9	911.2	962.4	1,009.1	808.1	589.1	835.9	867.2	3,869.6	3,100.3	3,538.6
운활기유	365.0	344.3	403.1	403.6	433.9	271.3	394.1	419.0	1,516.0	1,518.3	1,739.7
영업이익	270.4	-90.5	230.7	9.5	-1,007.3	-164.3	322.1	423.1	420.1	-426.4	1,350.6
%OP	5.0%	-1.4%	3.7%	0.1%	-19.4%	-4.8%	8.9%	10.7%	1.7%	-2.6%	7.0%
정유	95.7	-136.1	99.7	-79.7	-1,190.0	-358.7	131.2	224.2	-20.4	-1,193.3	567.1
석유화학	147.5	4.2	79.4	20.1	66.5	91.1	108.3	116.5	251.2	382.4	427.3
운활기유	27.2	41.4	51.6	98.2	116.2	103.3	82.5	82.3	218.4	384.3	356.3
세전이익	157.2	-195.8	74.1	74.8	-1,209.3	-156.5	395.1	491.1	110.3	-479.6	1,497.6
순이익(지배주주)	113.6	-147.4	51.6	47.7	-880.6	-66.9	296.3	368.3	65.5	-282.9	1,123.1
%YoY											
매출액	0.3	4.2	-13.3	-5.6	-4.2	-44.8	-42.2	-38.7	-4.2	-33.5	18.5
영업이익	6.2	적전	-26.9	흑전	적전	적지	39.6	4,353.7	-34.3	적전	흑전
세전이익	-39.1	적전	-76.5	흑전	적전	적지	433.2	556.6	-66.8	적전	흑전
순이익(지배)	-39.8	적전	-77.6	흑전	적전	적지	474.2	672.1	-74.6	적전	흑전
%QoQ											
매출액	-20.9	15.3	-0.4	3.9	-19.7	-33.6	4.4	10.2			
영업이익	흑전	적전	흑전	-95.9	적전	적지	흑전	31.4			
세전이익	흑전	적전	흑전	0.9	적전	적지	흑전	24.3			
순이익(지배)	흑전	적전	흑전	-7.6	적전	적지	흑전	24.3			

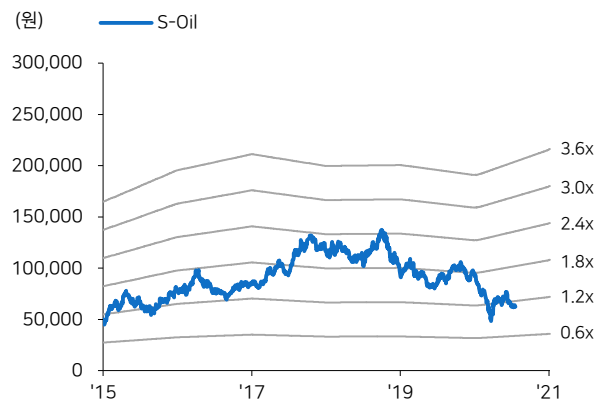
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



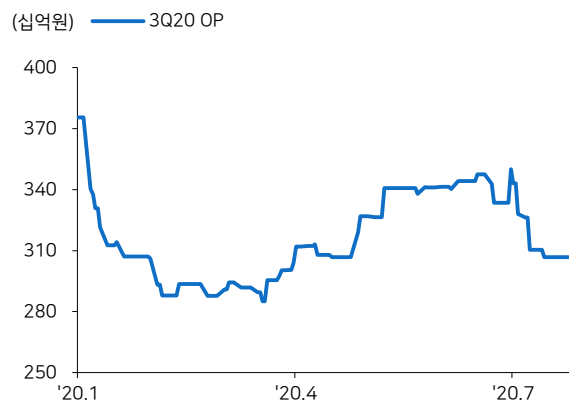
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드



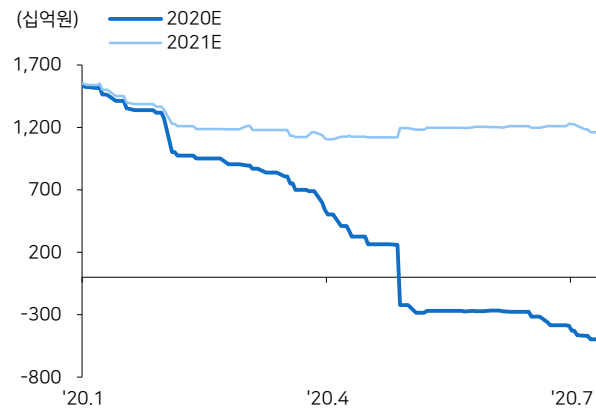
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 S-Oil 3Q20 영업이익 컨센서스 흐름



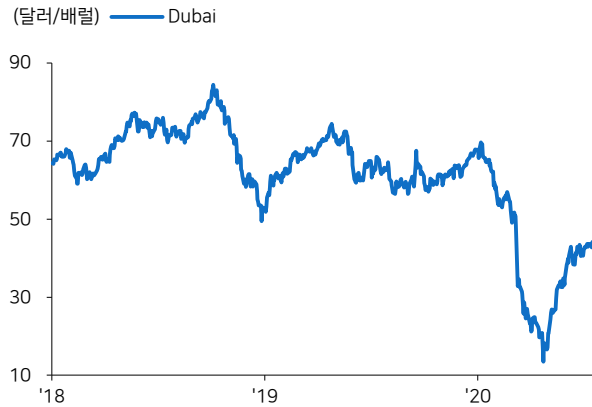
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림4 S-Oil 연간 영업이익 컨센서스 흐름



자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림5 20.7월 Dubai 평균 유가 43.2달러/배럴



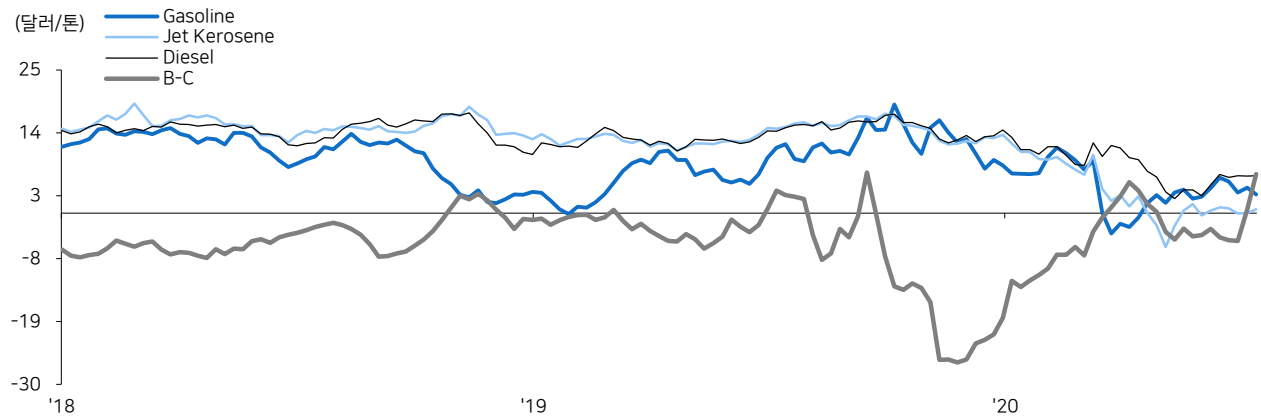
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 사우디 OSP 감안한 정제마진



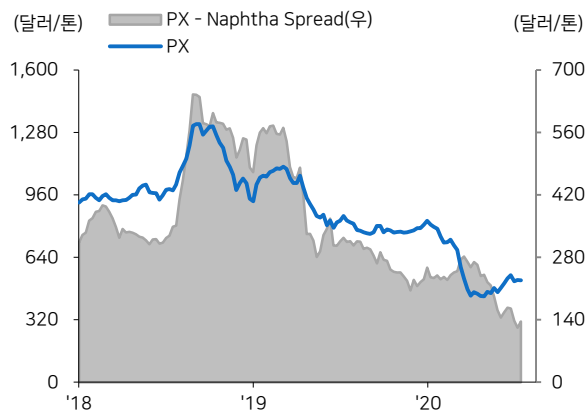
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 제품별 마진 흐름



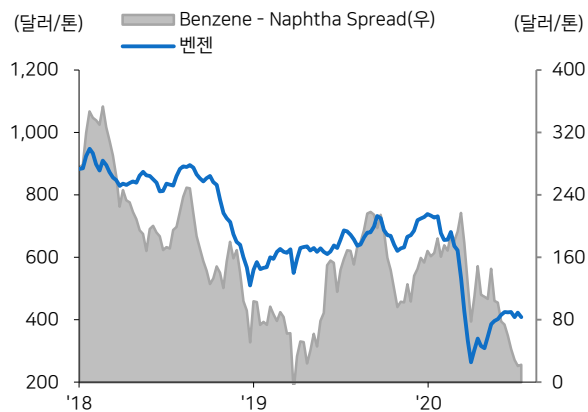
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 P-X 스프레드 추이



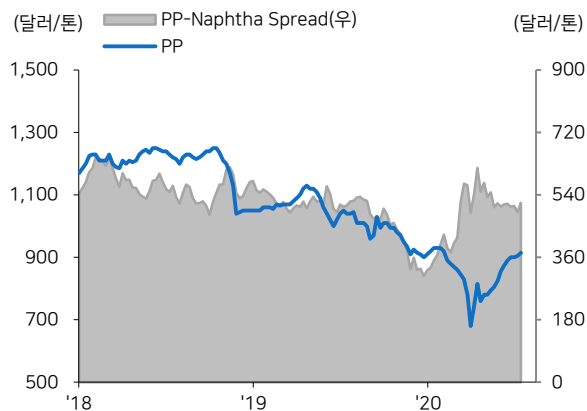
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 벤젠 스프레드 추이



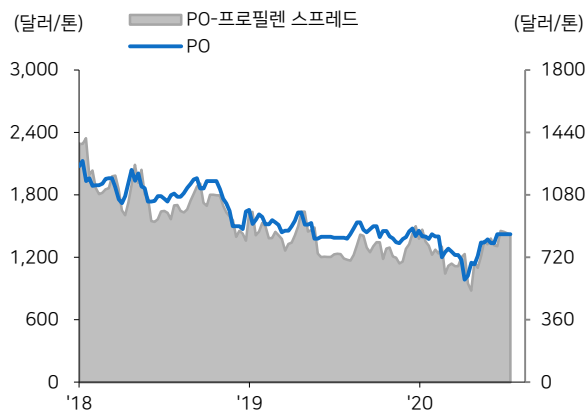
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 PP 스프레드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 PO 스프레드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

S-Oil (010950)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	25,463.3	24,394.2	16,227.9	19,231.5	21,277.4
매출액증가율 (%)	21.9	-4.2	-33.5	18.5	10.6
매출원가	24,200.3	23,346.8	16,196.3	17,577.7	19,247.0
매출총이익	1,263.1	1,047.4	31.6	1,653.8	2,030.4
판매관리비	623.6	627.3	458.1	303.2	335.3
영업이익	639.5	420.1	-426.5	1,350.6	1,695.0
영업이익률	2.5	1.7	-2.6	7.0	8.0
금융손익	-120.7	-242.1	29.6	160.0	160.0
종속/관계기업손익	4.1	2.6	6.7	12.0	12.0
기타영업외손익	-191.1	-70.2	-89.4	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	331.8	110.4	-479.5	1,497.6	1,842.0
법인세비용	73.8	44.9	-196.8	374.4	460.5
당기순이익	258.0	65.4	-283.0	1,123.2	1,381.5
지배주주지분 순이익	258.0	65.4	-283.0	1,123.2	1,381.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,854.5	5,628.9	6,486.0	8,244.3	9,363.2
현금및현금성자산	664.5	291.0	2,854.1	3,727.5	5,099.4
매출채권	1,641.5	1,312.3	1,026.2	1,318.9	1,410.8
재고자산	3,139.1	3,196.0	2,017.4	2,593.0	2,773.5
비유동자산	10,100.5	10,704.5	10,435.0	10,134.0	9,590.1
유형자산	9,740.7	10,139.1	9,830.1	9,523.5	8,981.9
무형자산	104.5	101.3	94.3	87.7	81.6
투자자산	120.4	128.6	43.1	55.4	59.3
자산총계	15,955.0	16,333.4	16,921.0	18,378.2	18,953.3
유동부채	5,789.1	5,748.7	5,817.8	6,029.4	5,949.9
매입채무	1,437.3	1,655.2	1,015.3	1,305.0	1,395.8
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
비유동부채	3,696.8	4,088.1	4,921.3	5,346.8	5,062.7
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
부채총계	9,485.8	9,836.8	10,739.1	11,376.2	11,012.5
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
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	4,553.6	5,373.7	6,312.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,469.2	6,496.6	6,181.9	7,002.0	7,940.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-288.2	679.5	399.0	1,351.9	2,724.3
당기순이익(손실)	258.0	65.4	-282.9	1,123.2	1,381.5
유형자산상각비	347.1	604.3	701.9	786.7	941.6
무형자산상각비	8.2	8.1	7.1	6.6	6.2
운전자본의 증감	-881.9	105.1	-245.1	-552.6	407.0
투자활동 현금흐름	-415.2	-1,069.5	-89.1	-496.8	-397.0
유형자산의증가(CAPEX)	-2,041.4	-827.3	-384.6	-480.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	8.3	-5.6	92.2	-0.3	8.1
재무활동 현금흐름	887.8	16.5	2,253.8	18.3	-955.3
차입금의 증감	1,561.3	288.0	2,114.6	88.4	-535.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	184.5	-373.5	2,563.1	873.4	1,372.0
기초현금	480.1	664.5	291.0	2,854.1	3,727.5
기말현금	664.5	291.0	2,854.1	3,727.5	5,099.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	226,174	216,678	144,142	170,821	188,993
EPS(지배주주)	2,266	574	-2,513	9,885	12,138
CFPS	9,385	6,263	7,231	20,242	24,673
EBITDAPS	8,836	9,171	2,509	19,042	23,474
BPS	55,480	55,715	53,016	60,049	68,100
DPS	750	200	0	2,600	3,800
배당수익률(%)	0.8	0.2	0.0	4.2	6.1
Valuation(Multiple)					
PER	43.1	166.2	-24.8	6.3	5.1
PCR	10.4	15.2	8.6	3.1	2.5
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR	1.8	1.7	1.2	1.0	0.9
EBITDA	994.8	1,032.5	282.5	2,143.9	2,642.8
EV/EBITDA	17.1	16.5	46.2	5.7	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.9	1.0	-4.5	17.0	18.5
EBITDA 이익률	3.9	4.2	1.7	11.1	12.4
부채비율	146.6	151.4	173.7	162.5	138.7
금융비용부담률	0.3	0.7	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	8.8	2.3			
매출채권회전율(x)	16.0	16.5	13.9	16.4	15.6
재고자산회전율(x)	8.6	7.7	6.2	8.3	7.9

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)	
2018.07.27	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-24.4	-16.7	
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	-18.4	-6.3	
2020.07.24	기업브리프	Buy	80,000	노우호	-	-	