

2021. 2. 9



▲ 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) 85,000 원**

**현재주가 (2.8) 80,200 원**

**상승여력 6.0%**

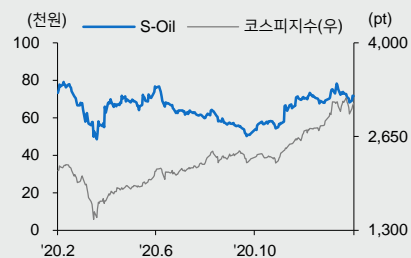
KOSPI	3,091.24pt
시가총액	90,291억원
발행주식수	11,258만주
유동주식비율	36.55%
외국인비중	76.21%
52주 최고/최저가	80,200원/48,500원
평균거래대금	486.6억원

**주요주주(%)**

Aramco Overseas Company BV 외 10	63.45
국민연금공단	5.75

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.6	28.7	4.6
상대주가	8.8	-2.1	-25.2

**주가그래프**



# S-Oil 010950

## 영업환경 개선 중

- ✓ 정유업종에 비중확대 의견 유지: Post Covid19 이익 회복 구간 진입과 OPEC+의 공급량 조절에 따른 유가 상승 반영
- ✓ Covid19 백신 확산에 따른 운송용 제품 수요 심리 개선 및 경기 모멘텀 극대화
- ✓ 2021년 Post Covid19의 수요 복원력, 글로벌 정제설비 공급 부족량 532만배럴 추정
- ✓ 2021년 영업이익 1.0조원(흑자전환 YoY), 석유화학부문 주도의 이익 반등
- ✓ 2021년 추세적 개선 흐름을 반영, 투자의견 Buy와 적정주가 8.5만원을 유지

### 2021년 영업환경 개선: 유가에서 수요 전망치까지 상황 조정 중

2021년 정유업종에 추세적 회복 흐름이 예상된다. 업종을 둘러싼 영업지표들이 상황 조정되는 점이다. 당사의 WTI 55달러/배럴 전망을 포함하여 조사기관별 국제유가 전망치가 상황 중이다. 21년 연초 예상보다 빠른 유가 반등의 배경은 (1) 사우디의 2~3월 자발적 감산(100만배럴/일) 이행에서 나타난 뚜렷한 유가 부양 의지, (2) 미국의 기존 화석연료(원유/천연가스) 사업에 대한 불확실성 증대, (3) EIA의 수요 순증가 전망은 21년 560만배럴/일, 22년 330만배럴/일이다. 2021년 연초 유럽/미국부터 순차적으로 Covid19 백신 접종이 시작되었다. 당사의 경기전망은 2Q21부터 경기회복 모멘텀이 가속화이다. 영업환경이 호전되는 정유업종에 대해 비중확대 전략을 유지한다.

### 2021년 영업이익 1.0조원으로 이익 반등세

2021년 이익 추정 가치는 WTI 48~55달러/배럴, 정제마진은 +6.6달러/배럴, P-X 스프레드 192달러/톤, PP 스프레드 644달러/톤이다. P-X의 구조적 부진을 석유화학의 PP와 정유부문이 상쇄, 2020년 연간 적자 -1.0조원 이후 21년 흑자전환을 예상된다.

### 2021년 정유업종 수급 전망 또한 부정적이지 않아, 추세적 회복을 예상

연중 신규가동/폐쇄를 감안한 2021년 정유업종의 공급 부족분은 532만배럴, 17~18년 이후 수요 우위 기반의 견고한 수급이 예상된다. 추세적 업황 회복이 예상되는 동사에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 8.5만원을 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
2020P	16,830.2	-1,087.7	-787.5	-6,988	-1,318.5	48,856	-9.9	1.4	-33.6	-12.9	167.9
2021E	20,532.3	1,025.8	879.6	7,721	-210.5	53,800	10.4	1.5	8.4	14.7	153.2
2022E	22,040.6	1,434.1	1,060.5	9,287	20.3	59,098	8.6	1.4	5.9	16.1	134.8

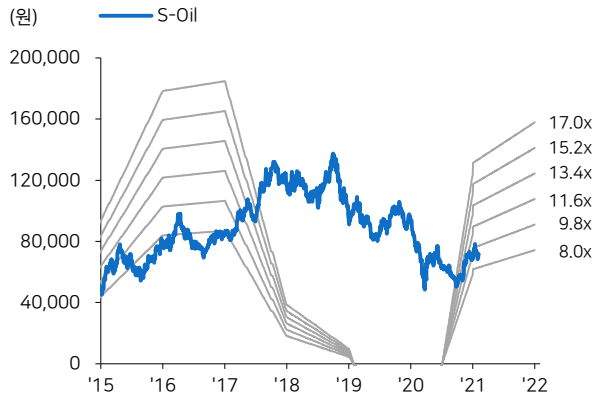
(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20P	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,686.0	5,198.4	-9.9	4,280.7	9.5	4,868.4	-3.7
영업이익	192.0	-1,007.3	흑전	93.1	106.2	152.1	26.2
세전이익	235.0	-1,209.3	흑전	181.1	29.8	121.0	94.2
순이익(지배주주)	176.2	-880.6	흑전	129.7	35.9	81.4	116.4
영업이익률(%)	4.1	-19.4		2.2		3.1	
순이익률(%)	3.8	-16.9		3.0		1.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>5,198.4</b>	<b>3,451.8</b>	<b>3,899.2</b>	<b>4,280.7</b>	<b>4,686.0</b>	<b>5,222.2</b>	<b>5,284.3</b>	<b>5,339.8</b>	<b>16,830.1</b>	<b>20,532.3</b>	<b>22,040.6</b>
정유	3,956.4	2,591.5	2,991.0	3,096.2	3,346.3	3,818.8	3,844.2	3,889.4	12,635.1	14,898.7	15,935.3
석유화학	808.1	589.1	642.5	822.4	929.8	977.4	1,011.2	1,018.6	2,862.1	3,937.0	4,349.4
윤활기유	433.9	271.3	265.6	361.7	409.9	426.0	428.9	431.7	1,332.5	1,696.5	1,755.9
<b>영업이익</b>	<b>-1,007.3</b>	<b>-164.3</b>	<b>-9.3</b>	<b>93.1</b>	<b>192.0</b>	<b>229.5</b>	<b>286.8</b>	<b>317.5</b>	<b>-1,087.8</b>	<b>1,025.8</b>	<b>1,434.1</b>
%OP	-19.4%	-4.8%	-0.2%	2.2%	4.1%	4.4%	5.4%	5.9%	-6.5%	5.0%	6.5%
정유	-1,190.0	-358.7	-57.6	-89.7	41.2	55.3	96.5	125.4	-1,696.0	318.4	633.8
석유화학	66.5	91.1	-48.3	72.7	70.2	90.4	105.2	105.7	182.0	371.5	461.1
윤활기유	116.2	103.3	96.6	110.1	80.6	83.8	85.1	86.4	426.2	335.9	339.2
<b>세전이익</b>	<b>-1,209.3</b>	<b>-156.5</b>	<b>28.3</b>	<b>181.1</b>	<b>235.0</b>	<b>272.5</b>	<b>329.8</b>	<b>335.5</b>	<b>-1,156.4</b>	<b>1,172.8</b>	<b>1,414.1</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>-880.6</b>	<b>-66.9</b>	<b>30.3</b>	<b>129.7</b>	<b>176.2</b>	<b>204.4</b>	<b>247.4</b>	<b>251.6</b>	<b>-787.5</b>	<b>879.6</b>	<b>1,060.5</b>
%YoY											
매출액	-4.2	-44.8	-37.5	-33.9	-9.9	51.3	35.5	24.7	-31.0	22.0	7.3
영업이익	적전	적지	적전	880.0	흑전	흑전	흑전	241.0	적전	흑전	39.8
세전이익	적전	적지	-61.8	142.1	흑전	흑전	1,065.4	85.3	적전	흑전	20.6
순이익(지배)	적전	적지	-41.3	171.9	흑전	흑전	716.5	94.0	적전	흑전	20.6
%QoQ											
매출액	-19.7	-33.6	13.0	9.8	9.5	11.4	1.2	1.1			
영업이익	적전	적지	적지	흑전	106.2	19.5	25.0	10.7			
세전이익	적전	적지	흑전	539.9	29.8	16.0	21.0	1.7			
순이익(지배)	적전	적지	흑전	328.1	35.9	16.0	21.0	1.7			

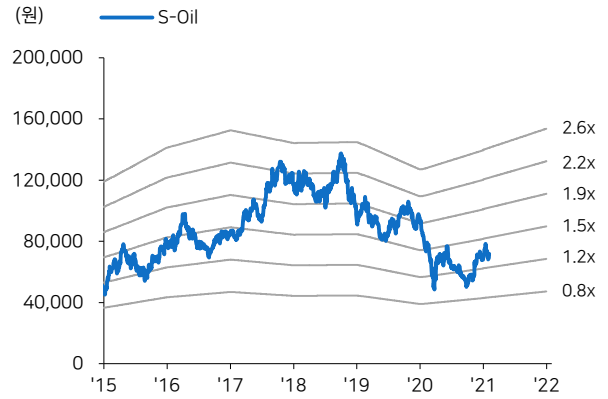
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



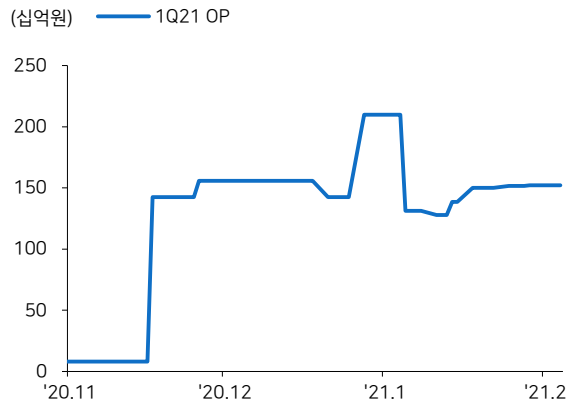
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드



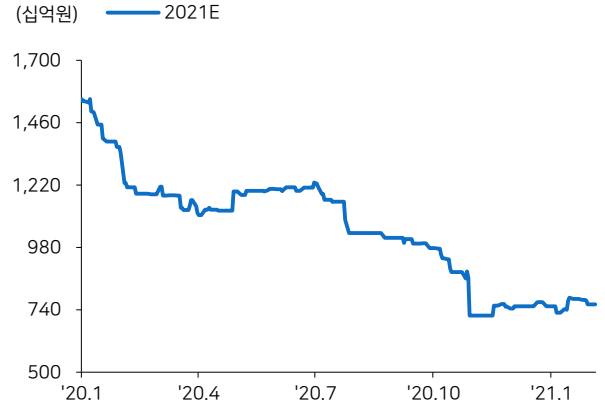
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 S-Oil 1Q21 영업이익의 컨센서스 추이



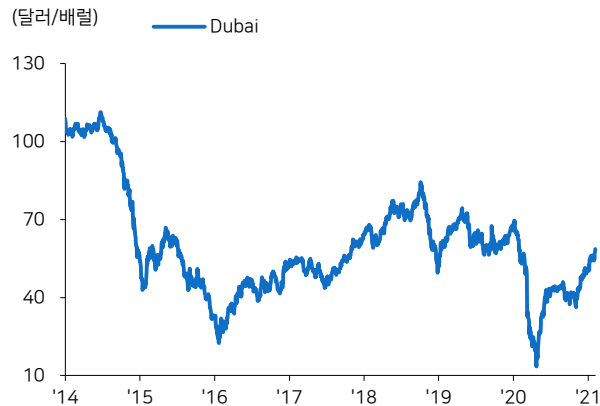
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 S-Oil 연간 영업이익의 컨센서스 추이



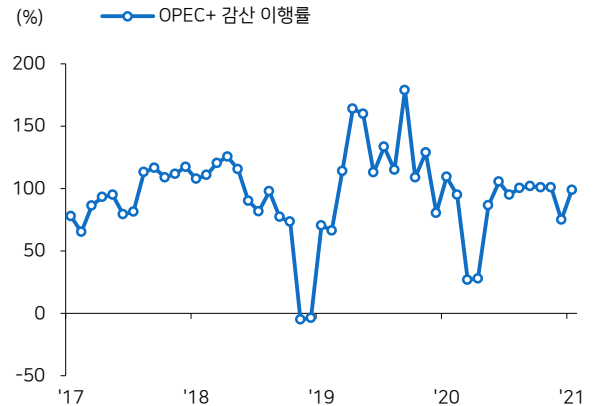
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 국제유가 흐름



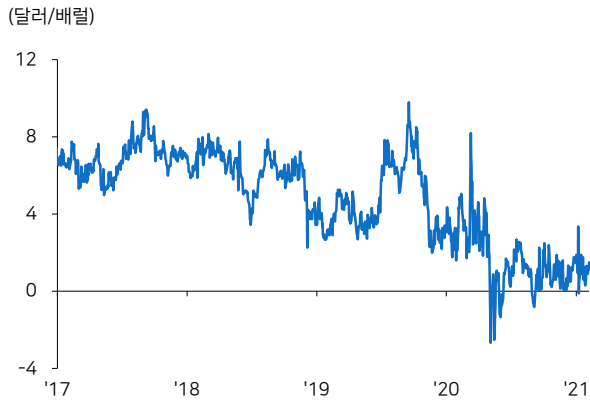
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 OPEC+의 감산 이행률



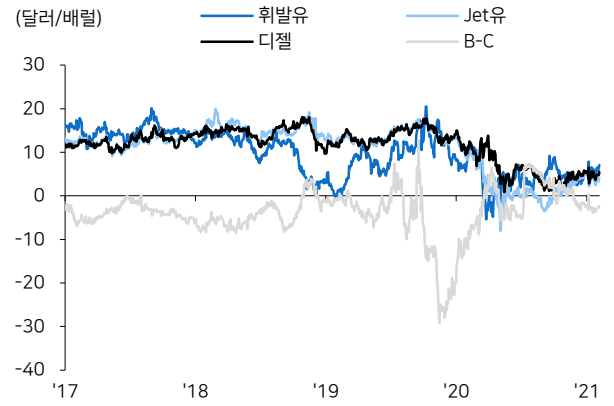
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 복합정제마진 흐름



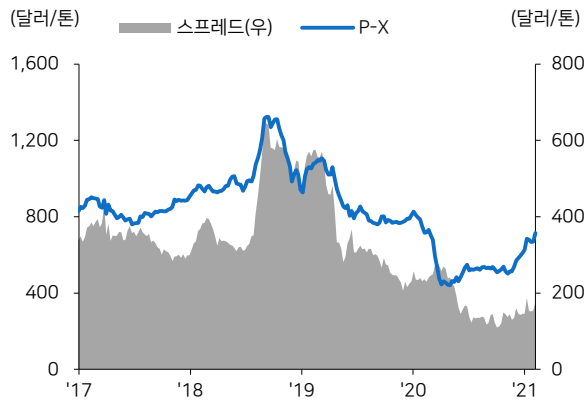
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 제품별 마진 흐름



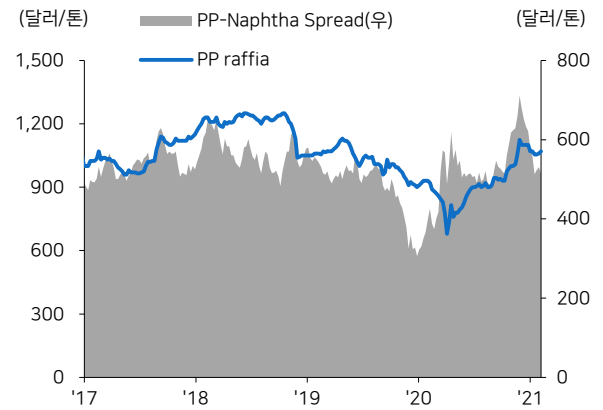
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 P-X 스프레드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 PP 스프레드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

## S-Oil (010950)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>25,463.3</b>	<b>24,394.2</b>	<b>16,830.2</b>	<b>20,532.3</b>	<b>22,040.6</b>
매출액증가율 (%)	21.9	-4.2	-31.0	22.0	7.3
매출원가	24,200.3	23,346.8	17,411.8	19,183.0	20,259.2
매출총이익	1,263.1	1,047.4	-581.6	1,349.3	1,781.4
판매관리비	623.6	627.3	506.1	323.5	347.2
<b>영업이익</b>	<b>639.5</b>	<b>420.1</b>	<b>-1,087.7</b>	<b>1,025.8</b>	<b>1,434.1</b>
영업이익률	2.5	1.7	-6.5	5.0	6.5
금융손익	-120.7	-242.1	-105.9	160.0	-7.0
중속/관계기업손익	4.1	2.6	3.7	12.0	12.0
기타영업외손익	-191.1	-70.2	33.2	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	331.8	110.4	-1,156.8	1,172.8	1,414.1
법인세비용	73.8	44.9	-370.0	293.2	353.5
<b>당기순이익</b>	<b>258.0</b>	<b>65.4</b>	<b>-787.5</b>	<b>879.6</b>	<b>1,060.6</b>
지배주주지분 순이익	258.0	65.4	-787.5	879.6	1,060.6

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>5,854.5</b>	<b>5,628.9</b>	<b>4,591.0</b>	<b>5,379.6</b>	<b>6,032.2</b>
현금및현금성자산	664.5	291.0	709.5	641.0	1,480.1
매출채권	1,641.5	1,312.3	1,151.8	1,436.7	1,513.4
재고자산	3,139.1	3,196.0	2,262.0	2,821.6	2,972.2
<b>비유동자산</b>	<b>10,100.5</b>	<b>10,704.5</b>	<b>10,671.0</b>	<b>10,504.3</b>	<b>10,150.9</b>
유형자산	9,740.7	10,139.1	10,046.0	9,874.7	9,524.7
무형자산	104.5	101.3	94.5	87.5	81.1
투자자산	120.4	128.6	46.5	58.0	61.0
<b>자산총계</b>	<b>15,955.0</b>	<b>16,333.4</b>	<b>15,262.0</b>	<b>15,883.9</b>	<b>16,183.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,789.1</b>	<b>5,748.7</b>	<b>5,352.7</b>	<b>5,450.7</b>	<b>5,299.4</b>
매입채무	1,437.3	1,655.2	1,094.1	1,364.7	1,437.6
단기차입금	2,359.2	2,319.7	2,436.6	2,376.6	2,336.6
유동성장기부채	575.6	505.4	163.9	103.9	103.9
<b>비유동부채</b>	<b>3,696.8</b>	<b>4,088.1</b>	<b>4,212.5</b>	<b>4,159.8</b>	<b>3,992.5</b>
사채	2,535.8	2,835.5	3,311.2	3,271.2	3,191.2
장기차입금	864.8	719.3	710.4	650.4	550.4
<b>부채총계</b>	<b>9,485.8</b>	<b>9,836.8</b>	<b>9,565.2</b>	<b>9,610.5</b>	<b>9,291.9</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	25.9	25.9	25.9
이익잉여금	4,823.1	4,848.2	4,049.8	4,626.3	5,244.1
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>5,696.8</b>	<b>6,273.4</b>	<b>6,891.2</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-288.2</b>	<b>679.5</b>	<b>-379.1</b>	<b>1,121.1</b>	<b>2,566.8</b>
당기순이익(손실)	258.0	65.4	-786.7	879.6	1,060.6
유형자산상각비	347.1	604.3	643.2	811.3	990.1
무형자산상각비	8.2	8.1	7.3	7.0	6.5
운전자본의 증감	-881.9	105.1	70.9	-564.8	304.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-415.2</b>	<b>-1,069.5</b>	<b>-293.8</b>	<b>-652.0</b>	<b>-634.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-2,041.4	-827.3	-561.8	-640.0	-640.0
투자자산의감소(증가)	8.3	-5.6	85.8	0.5	8.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>887.8</b>	<b>16.5</b>	<b>1,091.3</b>	<b>-537.6</b>	<b>-1,093.2</b>
차입금의 증감	1,561.3	288.0	791.5	-467.5	-456.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	184.5	-373.5	418.5	-68.5	839.1
기초현금	480.1	664.5	291.0	709.5	641.0
기말현금	664.5	291.0	709.5	641.0	1,480.1

## Key Financial Data

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	226,174	216,678	149,491	182,375	195,772
EPS(지배주주)	2,266	574	-6,988	7,721	9,287
CFPS	9,385	6,263	-2,885	17,579	23,233
EBITDAPS	8,836	9,171	-3,884	16,379	21,590
BPS	55,480	55,715	48,856	53,800	59,098
DPS	750	200	0	2,600	3,800
배당수익률(%)	0.8	0.2	0.0	3.2	4.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	43.1	166.2	-9.9	10.4	8.6
PCR	10.4	15.2	-24.0	4.6	3.5
PSR	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
PBR	1.8	1.7	1.4	1.5	1.4
EBITDA	994.8	1,032.5	-437.2	1,844.0	2,430.7
EV/EBITDA	17.1	16.5	-33.6	8.4	5.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.9	1.0	-12.9	14.7	16.1
EBITDA 이익률	3.9	4.2	-2.6	9.0	11.0
부채비율	146.6	151.4	167.9	153.2	134.8
금융비용부담률	0.3	0.7	0.0	0.0	1.0
이자보상배율(x)	8.8	2.3			6.6
매출채권회전율(x)	16.0	16.5	13.7	15.9	14.9
재고자산회전율(x)	8.6	7.7	6.2	8.1	7.6

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**S-Oil (010950) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

