

S-Oil (010950)



예상보다 앞당겨진 적극 매수 시점

1Q21 영업이익, 컨센 85% 상회하는 서프라이즈

1Q21 영업이익은 6,292억원(QoQ +576%, YoY 흑전)으로 컨센(3,490억원)을 85% 상회했다. 유가관련재고이익 2,850억원(정유 2,500억원+기타 350억원)을 제외한 실질 영업이익 3,442억원 만으로도 컨센을 달성했으나 내용도 매우 좋았던 셈이다. 휘발유, 등/경유 마진이 개선되면서 유가상승분을 제외한 실질 마진이 흑자 전환되었으며, 운할기유 실적이 글로벌 Shortage 영향으로 10년 래 최대치를 달성한 영향이다. 아쉬운 점은, PX마진 상승이 분기 후반에 나타나 실적 개선효과가 2Q21로 이연 된다는 것이다.

2Q21 영업이익, 현재 컨센을 125% 대폭 상회할 전망

2Q21 영업이익은 5,064억원(QoQ -20%, YoY 흑전)을 전망한다. 현재 컨센 2,252억원을 125% 상회하는 셈이다. QoQ 감익폭이 크지 않은 이유는, 최근 정제마진, PX/BTX 마진개선이 재고이익 소멸 분을 상쇄하기 때문이다.

예상보다 앞당겨 적극 매수 Call을 드리는 이유

TP를 9.5만원에서 13만원으로 상향한다. 2021~22년 평균 BPS에 Target PBR 1.9배(ROE 20%)를 적용했다. 예상보다 앞당겨 적극 매수 Call을 드리는 이유는 다음과 같다. 1) 팬데믹에 따른 극심한 수요 절벽이 글로벌 한계 설비의 영구 폐쇄를 촉진시키고 있다. 올해~내년 미국 중심의 200만b/d 수준의 설비 폐쇄가 예정되어 있고, 이미 미국 정제설비 가동률은 85%까지 상승해 글로벌 수급밸런스는 하반기에 완전 정상화 될 가능성이 높다. 2) 2018~20년에 걸친 중국의 대규모 증설 사이클 종료, 백신 보급에 따른 억눌린 의류 수요 회복에 따른 PX의 수익성 회복을 전망한다. 특히, S-Oil은 PO를 보유해 올해 글로벌 인프라 투자 증가의 수혜가 가능하다. 3) 앞선 두 가지의 근거를 바탕으로 연간 추정치가 대폭 상향될 것으로 예상된다. 현재 연간 영업이익 컨센은 1.1조원이나 하나금융투자는 2.2조원을 추정한다. Cyclical 업체의 첫 번째 주가 랠리는 억눌린 추정치가 대폭 상향되는 시점부터임을 명심해야 한다. 4) 회사가 제시한 중간배당 가능성과 배당성장 30% 감안 시, 현 주가에서의 시가배당률은 4.2% (DPS 3,500원 추정)로 배당매력도가 재차 부각된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 130,000원(상향) | CP(4월27일): 84,600원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,215.42
52주 최고/최저(원)	90,200/50,300
시가총액(십억원)	9,524.5
시가총액비중(%)	0.42
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	669.4
60일 평균 거래대금(십억원)	55.3
21년 배당금(예상, 원)	3,500
21년 배당수익률(예상, %)	4.15
외국인지분율(%)	76.10
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas	63.44
Company BV 외 10 인	
국민연금공단	6.45
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.1 48.4 18.3
상대	(1.6) 7.6 (29.2)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	22,339.1	23,486.5
영업이익(십억원)	1,127.4	1,226.3
순이익(십억원)	683.3	763.8
EPS(원)	6,059	6,814
BPS(원)	53,860	59,001

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	24,394.2	16,829.7	22,828.3	24,144.7	25,090.6
영업이익	십억원	420.1	(1,099.1)	2,183.3	2,165.3	2,367.3
세전이익	십억원	110.4	(1,167.8)	1,823.9	1,812.1	2,023.6
순이익	십억원	65.4	(796.1)	1,386.1	1,377.2	1,537.9
EPS	원	561	(6,827)	11,887	11,811	13,189
증감율	%	(74.65)	적전	흑전	(0.64)	11.67
PER	배	169.88	(10.14)	7.09	7.14	6.39
PBR	배	1.71	1.42	1.39	1.22	1.08
EV/EBITDA	배	16.54	(27.68)	1.81	1.61	1.28
ROE	%	1.01	(13.07)	21.74	18.23	17.94
BPS	원	55,731	48,749	60,635	68,951	78,130
DPS	원	200	0	3,500	4,000	4,000



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 이재선
02-3771-3869
jaeseon.ha@hanafn.com

표 1. S-Oil 1Q21 실적 Review

	1Q21P	4Q20	1Q20	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	5,344.8	4,280.3	5,198.4	2.8	24.9	5,351.5	-0.1
영업이익	629.2	81.7	-1,007.3	흑전	670.1	340.9	84.6
세전이익	467.1	169.7	-1,209.3	흑전	175.3	N/A	N/A
순이익	344.7	121.1	-880.6	흑전	184.6	168.8	104.2
영업이익률	11.8	1.9	-19.4	31.1	9.9	6.4	5.4
세전이익률	8.7	4.0	-23.3	32.0	4.8	0.0	8.7
순이익률	6.4	2.8	-16.9	23.4	3.6	3.2	3.3

자료: 하나금융투자

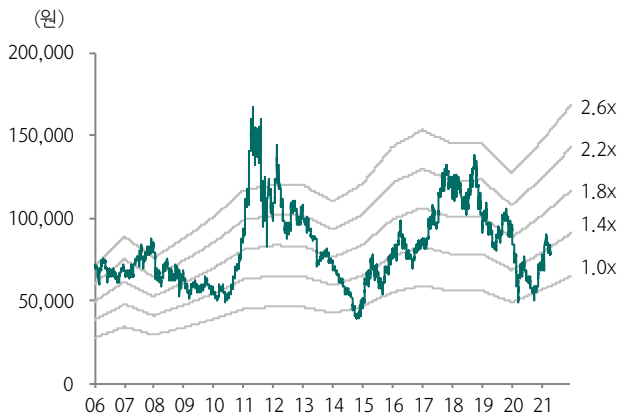
표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2021F			2022F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	22,828.3	20,481.0	11.5	24,144.7	21,737.7	11.1
영업이익	2,183.3	1,477.5	47.8	2,165.3	1,722.7	25.7
세전이익	1,823.9	1,114.9	63.6	1,812.1	1,363.9	32.9
순이익	1,386.1	847.3	63.6	1,377.2	1,036.6	32.9
영업이익률	9.6	7.2	2.4	9.0	7.9	1.0
세전이익률	8.0	5.4	2.5	7.5	6.3	1.2
순이익률	6.1	4.1	1.9	5.7	4.8	0.9

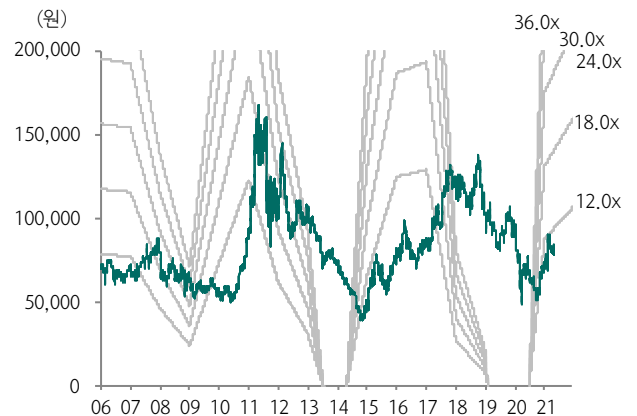
자료: 하나금융투자

그림 1. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

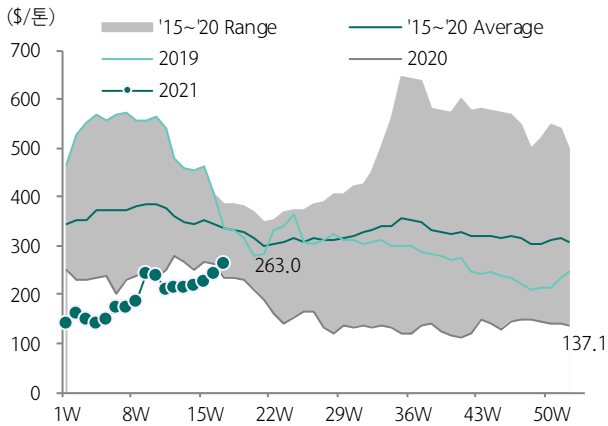
표 3. S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
매출액	5,198.4	3,451.9	3,899.2	4,280.3	5,344.8	5,698.8	5,890.6	5,894.2	24,394.3	16,829.8	22,828.3	24,144.7
QoQ(%)	-19.7%	-33.6%	13.0%	9.8%	24.9%	6.6%	3.4%	0.1%				
YoY(%)	-4.2%	-44.8%	-37.5%	-33.9%	2.8%	65.1%	51.1%	37.7%	-4.2%	-31.0%	35.6%	5.8%
정유부문	3,956.4	2,591.5	2,991.0	3,096.2	3,797.4	3,772.1	4,050.4	4,086.6	19,008.6	12,635.1	15,706.5	16,671.2
석유화학부문	808.1	589.1	642.5	822.4	1,021.1	1,373.2	1,309.1	1,341.2	3,869.6	2,862.1	5,044.6	5,533.9
윤활기유부문	433.9	271.3	265.6	361.7	526.3	553.5	531.0	466.3	1,516.0	1,332.5	2,077.2	1,939.7
영업이익	-1,007.3	-164.3	-9.3	93.1	629.2	506.4	528.3	519.4	449.2	-1,087.8	2,183.3	2,165.3
영업이익률(%)	-19.4%	-4.8%	-0.2%	2.2%	11.8%	8.9%	9.0%	8.8%	1.8%	-6.5%	9.6%	9.0%
QoQ(%)	적전	적지	적지	흑전	575.8%	-19.5%	4.3%	-1.7%				
YoY(%)	적전	적지	적전	141.2%	흑전	흑전	흑전	457.9%	-34.0%	적전	흑전	-0.8%
정유부문	-1,190.0	-358.7	-57.6	-89.7	342.0	159.2	217.0	265.2	-20.4	-1,696.0	983.3	1,150.9
영업이익률(%)	-30.1%	-13.8%	-1.9%	-2.9%	9.0%	4.2%	5.4%	6.5%	-0.1%	-13.4%	6.3%	6.9%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	-53.5%	36.3%	22.2%				
YoY(%)	적전	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	17.0%
석유화학부문	66.5	91.1	-48.3	72.7	98.3	157.2	146.3	147.0	251.2	182.0	548.8	590.5
영업이익률(%)	8.2%	15.5%	-7.5%	8.8%	9.6%	11.4%	11.2%	11.0%	6.5%	6.4%	10.9%	10.7%
QoQ(%)	230.8%	37.0%	적전	흑전	35.2%	59.9%	-7.0%	0.5%				
YoY(%)	-54.9%	2069.0%	적전	261.7%	47.8%	72.6%	흑전	102.2%	-29.8%	-27.5%	201.5%	7.6%
윤활기유부문	116.2	103.3	96.6	110.1	188.9	189.9	165.1	107.2	218.4	426.2	651.1	424.0
영업이익률(%)	26.8%	38.1%	36.4%	30.4%	35.9%	34.3%	31.1%	23.0%	14.4%	32.0%	31.3%	21.9%
QoQ(%)	18.3%	-11.1%	-6.5%	14.0%	71.6%	0.6%	-13.1%	-35.0%				
YoY(%)	327.2%	149.5%	87.2%	12.1%	62.6%	83.9%	70.9%	-2.6%	-15.7%	95.1%	52.8%	-34.9%
당기순이익	-880.6	-66.9	30.3	129.7	344.7	333.3	348.4	359.8	65.4	-796.1	1,386.1	1,379.3
당기순이익률(%)	-16.9%	-1.9%	0.8%	3.0%	6.4%	5.8%	5.9%	6.1%	0.3%	-4.7%	6.1%	5.7%
QoQ(%)	-1947.6%	-92.4%	-145.3%	328.5%	184.5%	-3.3%	4.5%	3.3%				
YoY(%)	-875.3%	-54.6%	-41.3%	172.2%	-139.1%	-598.3%	1050.4%	197.0%	-74.6%	적전	흑전	-0.5%

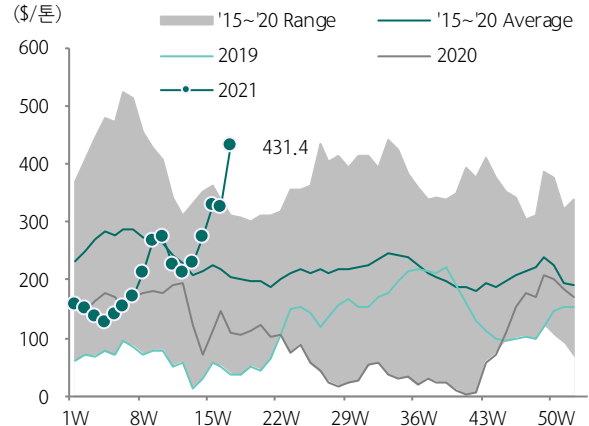
자료: 하나금융투자

그림 3. PX 마진 최근 개선세 뚜렷



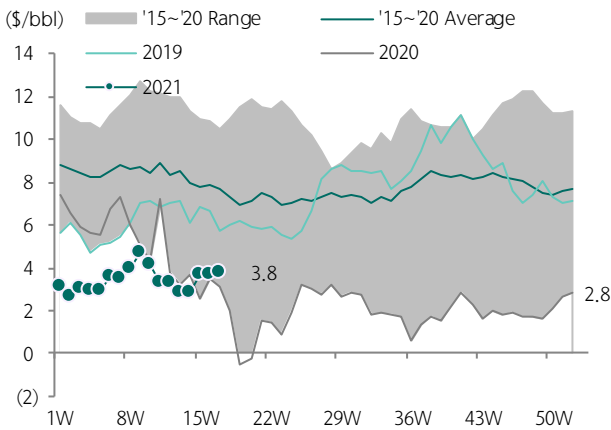
자료: 하나금융투자

그림 4. 벤젠 마진 최근 대폭 개선



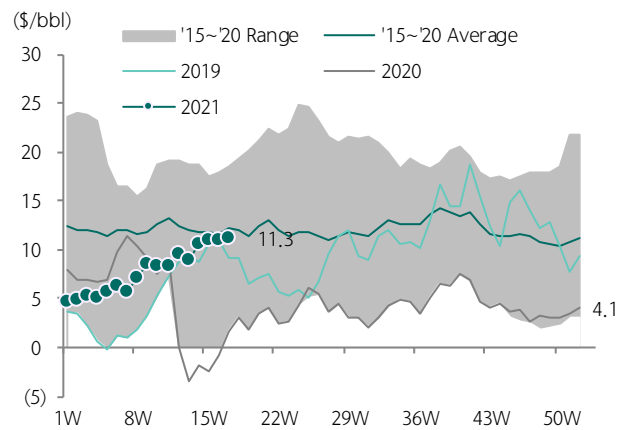
자료: 하나금융투자

그림 5. 정제마진 바닥권에서 개선 중



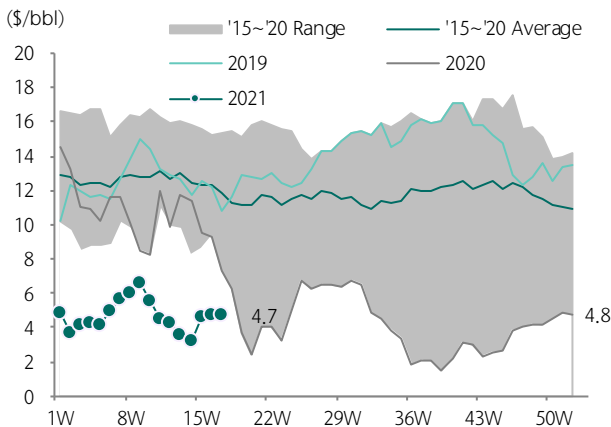
자료: 하나금융투자

그림 6. 휘발유 마진 최근 지속 개선세



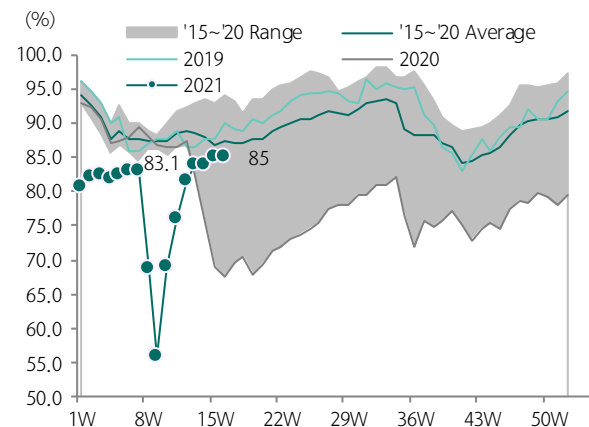
자료: 하나금융투자

그림 7. 경유 마진 바닥권을 다지고 있어



자료: 하나금융투자

그림 8. 미국 정제설비 가동률 85%까지 상승



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	24,394.2	16,829.7	22,828.3	24,144.7	25,090.6
매출원가	23,346.8	17,366.2	20,006.6	21,273.0	22,051.3
매출총이익	1,047.4	(536.5)	2,821.7	2,871.7	3,039.3
판매비	627.3	562.6	638.4	706.4	672.0
영업이익	420.1	(1,099.1)	2,183.3	2,165.3	2,367.3
금융손익	(242.1)	(36.2)	(217.8)	(211.6)	(202.0)
종속/관계기업손익	2.6	3.7	3.7	3.7	3.7
기타영업외손익	(70.1)	(36.1)	(145.3)	(145.3)	(145.3)
세전이익	110.4	(1,167.8)	1,823.9	1,812.1	2,023.6
법인세	44.9	(371.7)	437.7	434.9	485.7
계속사업이익	65.4	(796.1)	1,386.1	1,377.2	1,537.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	65.4	(796.1)	1,386.1	1,377.2	1,537.9
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	65.4	(796.1)	1,386.1	1,377.2	1,537.9
지배주주지분포괄이익	56.6	(802.4)	1,386.1	1,377.2	1,537.9
NOPAT	249.1	(749.3)	1,659.3	1,645.6	1,799.1
EBITDA	1,032.5	(467.9)	2,764.6	2,700.7	2,860.4
성장성(%)					
매출액증가율	(4.20)	(31.01)	35.64	5.77	3.92
NOPAT증가율	(49.91)	적전	흑전	(0.83)	9.33
EBITDA증가율	3.79	적전	흑전	(2.31)	5.91
영업이익증가율	(34.31)	적전	흑전	(0.82)	9.33
(지배주주)순이익증가율	(74.65)	적전	흑전	(0.64)	11.67
EPS증가율	(74.65)	적전	흑전	(0.64)	11.67
수익성(%)					
매출총이익률	4.29	(3.19)	12.36	11.89	12.11
EBITDA이익률	4.23	(2.78)	12.11	11.19	11.40
영업이익률	1.72	(6.53)	9.56	8.97	9.44
계속사업이익률	0.27	(4.73)	6.07	5.70	6.13

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	561	(6,827)	11,887	11,811	13,189
BPS	55,731	48,749	60,635	68,951	78,130
CFPS	6,047	(3,755)	23,181	22,633	24,002
EBITDAPS	8,855	(4,013)	23,709	23,161	24,530
SPS	209,204	144,331	195,775	207,065	215,177
DPS	200	0	3,500	4,000	4,000
주가지표(배)					
PER	169.88	(10.14)	7.09	7.14	6.39
PBR	1.71	1.42	1.39	1.22	1.08
PCR	15.76	(18.43)	3.64	3.72	3.51
EV/EBITDA	16.54	(27.68)	1.81	1.61	1.28
PSR	0.46	0.48	0.43	0.41	0.39
재무비율(%)					
ROE	1.01	(13.07)	21.74	18.23	17.94
ROA	0.41	(4.97)	7.95	6.82	7.15
ROIC	1.98	(6.13)	14.33	13.69	14.48
부채비율	151.41	176.12	171.61	163.50	139.72
순부채비율	94.39	88.09	54.59	39.85	27.69
이자보상배율(배)	2.30	(6.95)	13.66	12.20	13.27

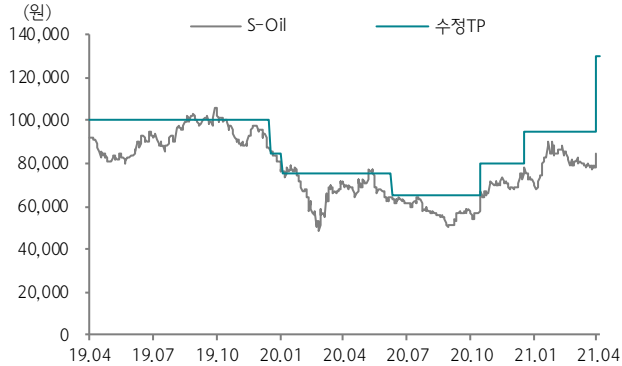
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	5,628.9	4,996.5	8,263.0	9,929.8	10,195.6
금융자산	568.9	1,101.2	2,979.8	4,342.0	4,389.0
현금성자산	291.0	737.4	2,608.7	3,963.5	4,002.9
매출채권	1,312.3	1,196.3	1,622.7	1,716.3	1,783.6
재고자산	3,196.0	2,192.3	2,973.7	3,145.2	3,268.4
기타유동자산	551.7	506.7	686.8	726.3	754.6
비유동자산	10,704.5	10,694.0	10,935.5	11,250.4	11,639.3
투자자산	128.6	125.7	149.5	154.7	158.5
금융자산	98.3	94.1	106.6	109.4	111.3
유형자산	10,139.1	10,077.8	10,301.9	10,617.1	11,006.8
무형자산	101.3	98.8	92.3	86.9	82.3
기타비유동자산	335.5	391.7	391.8	391.7	391.7
자산총계	16,333.4	15,690.5	19,198.5	21,180.2	21,834.9
유동부채	5,748.7	6,565.1	8,172.8	8,681.8	7,764.0
금융부채	2,901.5	2,704.0	2,935.6	3,142.5	2,007.7
매입채무	1,655.2	2,003.6	2,717.8	2,874.5	2,987.1
기타유동부채	1,192.0	1,857.5	2,519.4	2,664.8	2,769.2
비유동부채	4,088.1	3,442.9	3,957.1	4,460.3	4,962.5
금융부채	3,799.3	3,403.0	3,903.0	4,403.0	4,903.0
기타비유동부채	288.8	39.9	54.1	57.3	59.5
부채총계	9,836.8	10,008.0	12,130.0	13,142.0	12,726.5
지배주주지분	6,496.6	5,682.5	7,068.5	8,038.2	9,108.4
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
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	27.3	25.6	25.6	25.6	25.6
이익잉여금	4,848.2	4,035.7	5,421.7	6,391.4	7,461.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,496.6	5,682.5	7,068.5	8,038.2	9,108.4
순금융부채	6,132.0	5,005.8	3,858.8	3,203.6	2,521.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	679.4	1,631.0	1,853.5	2,021.3	2,157.4
당기순이익	65.4	(796.1)	1,386.1	1,377.2	1,537.9
조정	51	24	75	71	66
감가상각비	612.4	631.3	581.3	535.3	493.1
외환거래손익	(58.1)	(135.2)	175.0	175.0	175.0
지분법손익	(2.9)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.7)
기타	(500.4)	(468.4)	(677.6)	(635.6)	(598.4)
영업활동 자산부채 변동	105.1	2,183.0	(285.3)	(62.6)	(45.0)
투자활동 현금흐름	(1,069.5)	(635.6)	(1,001.4)	(1,029.0)	(1,060.8)
투자자산감소(증가)	(5.6)	6.6	(20.1)	(1.5)	(0.1)
자본증가(감소)	(821.1)	(523.3)	(799.0)	(845.1)	(878.2)
기타	(242.8)	(118.9)	(182.3)	(182.4)	(182.5)
재무활동 현금흐름	16.5	(548.7)	731.5	299.4	(1,102.5)
금융부채증가(감소)	288.0	(593.8)	731.6	706.9	(634.8)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(242.3)	56.8	(0.0)	0.1	(0.0)
배당지급	(29.2)	(11.7)	(0.1)	(407.6)	(467.7)
현금의 증감	(373.5)	446.7	1,871.0	1,354.8	39.4
Unlevered CFO	705.1	(437.9)	2,703.0	2,639.1	2,798.8
Free Cash Flow	(147.9)	1,083.9	1,054.5	1,176.2	1,279.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.27	BUY	130,000		
21.1.13	BUY	95,000	-15.70%	-5.05%
20.11.11	BUY	80,000	-12.47%	-6.00%
20.7.6	Neutral	65,000	-10.08%	2.15%
20.1.30	Neutral	75,000	-9.67%	-35.33%
20.1.13	Neutral	85,000	-3.15%	-10.12%
19.4.8	Neutral	100,000	-7.71%	6.00%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.66%	5.34%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 04월 24일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 4월 27일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2021년 4월 27일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.