

2021. 4. 27



▲ 정유/화학

Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 105,000 원

현재주가 (4.27) 84,600 원

상승여력 24.1%

KOSPI	3,215.42pt
시가총액	95,245억원
발행주식수	11,258만주
유동주식비율	36.56%
외국인비중	76.10%
52주 최고/최저가	90,200원/50,300원
평균거래대금	553.3억원

주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 외 10	63.44
국민연금공단	6.45

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.1	48.4	18.3
상대주가	-1.6	7.6	-29.2

주가그래프



(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
2020	16,829.7	-1,099.2	-796.1	-7,072	-1,333.2	48,733	-9.8	1.4	-27.7	-13.1	176.1
2021E	22,585.5	2,083.5	1,535.7	13,900	-296.5	58,099	6.1	1.5	5.1	25.4	162.1
2022E	23,433.6	2,129.5	1,666.3	14,633	5.3	67,593	5.8	1.3	4.1	22.7	135.6

S-Oil 010950

업황 반등의 자신감 시사

- ✓ 1Q21 영업이익의 서프라이즈 달성: 유가 반등과 경쟁사들의 공급차질 수혜
- ✓ 연간 유가 전망 WTI 65달러/배럴, 21년 연간 영업이익은 2.0조원(흑전 YoY) 추정
- ✓ 2021~22년 견고한 수급 여건 속, 글로벌 낮은 재고수준과 수요의 추세적 반등을 감안하면 현 시점이 정유업종 바닥권으로 판단: 계획된 신규 증설 여력은 비현실적
- ✓ 수소 연료전지(SOFC) 개발기업에 지분참여로 신규사업/에너지 패러다임에 동참
- ✓ 업황 회복 국면에서 이익 레버리지가 가장 큰 동사를 정유업종 최선호주로 유지
- ✓ 적정주가 10.5만원을 제시(21년 추정치 기준 PBR 1.8배 적용)

1Q21 Review: 재고이익 외에도 경쟁사 대비 차별화된 이익 체력을 증명

동사는 1Q21 영업이익 6,292억원을 기록, 시장 예상치를 85% 상회한 이익 서프라이즈를 달성했다. 당분기 이익 호조는 (1) 도입유가 상승에 따른 재고이익 2,850억 원 반영, (2) 경쟁사들의 공급차질의 긍정적 나비효과(운할기유 수익성 개선, 석유 화학 PP/PO/PX 수익성 반등, 고도화 설비 마진 기여도 증가)가 배경이다.

당사는 21년 상반기 기준 유가 전망 WTI 65달러/배럴을 유지한다. 연초 대비 유가 변동성 축소로 차분기 영업이익은 4,525억원을 추정, 본업 주력 제품별 추세적 스프레드 개선이 가능하겠다. 21년 연간 영업이익은 2.0조원을 전망한다.

2021년 정유업황 반등의 실마리, 현 시점이 이익/주가 모두 바닥권

2021년 현 시점이 중단기 관점에서 정유업황 반등을 목전에 두고 있다는 의견을 개진한다. 이는 (1) 휘발유 등 제품별 수요 성수기를 앞두고 지역별 낮은 재고수준, (2) 시장의 공급량 부담 우려와 달리, 2021~22년 정제설비에 대한 신규 증설(기준 예상치 21년 +53만배럴, 22년 +177만배럴) 여력이 비현실적인 규모로 판단하기 때문이다. 지난 2년간 부진했던 정유업황 영향으로 신규 증설 여건은 녹록치 않았고, Covid19 백신 보급 확산에 기댄 추세적 수요 턴어라운드를 감안하면 현 시점이 정유업 바닥이라 판단한다.

이익 회복과 배당 지급 여력 확보, 그리고 친환경 에너지 전환에 동참

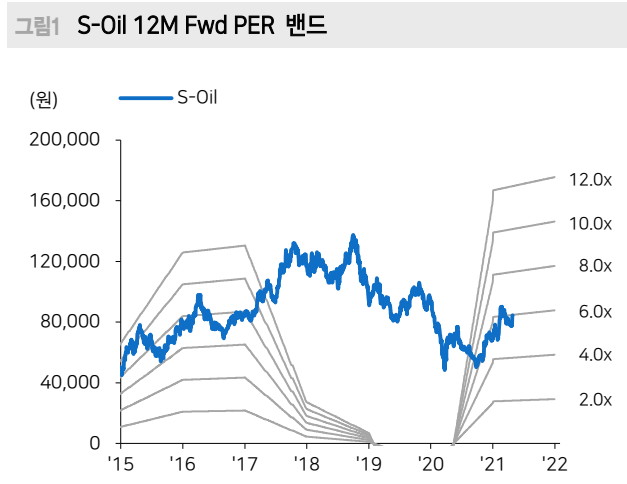
21년 정유업종의 추세적 회복 흐름을 전망, 이에 근거한 동사의 배당정책 정상화(21년 예상 DPS 4,200원, 배당성향 30%)을 추정한다. 또한 동사는 친환경 에너지 패러다임에 동참, 복합발전에도 효율성이 높은 차세대 연료전지 SOFC 개발기업에 지분투자를 시작으로 순수 정유부문에서 사업 영역을 확대 중이다. 동사에 대해 정유업종 최선호주, 적정주가는 추정치 상향으로 10.5만원을 제시한다.

(십억원)	1Q21P	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	5,344.8	5,198.4	2.8	4,280.3	24.9	5,351.5	-0.1	5,052.8	5.8
영업이익	629.2	-1,007.3	흑전	81.7	670.1	340.9	84.6	444.8	41.5
순이익(지배주주)	344.7	-880.6	흑전	121.1	184.6	168.8	104.2	259.3	32.9

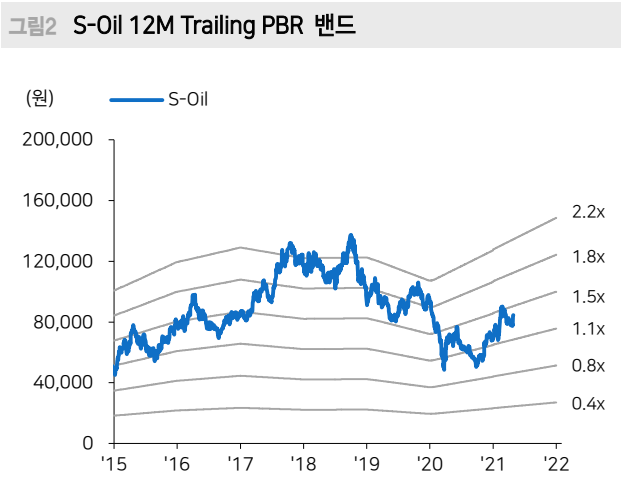
자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	5,198.4	3,451.8	3,899.2	4,280.3	5,344.8	5,655.1	5,745.4	5,840.2	16,829.7	22,585.5	23,433.6
정유	3,956.4	2,591.5	2,991.0	3,096.2	3,797.4	4,076.5	4,182.6	4,295.7	12,635.1	16,352.2	17,148.9
석유화학	808.1	589.1	642.5	822.4	1,021.1	1,058.9	1,052.6	1,042.8	2,862.1	4,175.3	4,392.7
운할기유	433.9	271.3	265.6	361.7	526.3	519.7	510.2	501.7	1,332.5	2,058.0	1,892.0
영업이익	-1,007.3	-164.3	-9.3	81.7	629.2	452.5	480.7	521.0	-1,099.2	2,083.5	2,129.5
%OP	-19.4%	-4.8%	-0.2%	1.9%	11.8%	8.0%	8.4%	8.9%	-6.5%	9.3%	9.1%
정유	-1,190.0	-358.7	-57.6	-89.7	342.0	201.8	275.8	324.1	-1,696.0	1,143.7	1,374.9
석유화학	66.5	91.1	-48.3	72.7	98.3	106.9	96.6	93.8	182.0	395.6	387.0
운할기유	116.2	103.3	96.6	110.1	188.9	143.8	108.3	103.1	426.2	544.1	367.6
세전이익	-1,209.3	-156.5	28.3	169.7	467.1	497.8	536.9	553.3	-1,167.8	2,055.1	2,221.7
순이익(지배주주)	-880.6	-66.9	30.3	121.1	344.7	373.4	402.7	414.9	-796.1	1,535.7	1,666.3
%YoY											
매출액	-4.2	-44.8	-37.5	-33.9	2.8	63.8	47.3	36.4	-31.0	34.2	3.8
영업이익	적전	적자확대	적전	760.0	흑전	흑전	흑전	537.7	적전	흑전	2.2
세전이익	적전	적자축소	-61.8	126.9	흑전	흑전	1797.2	226.0	적전	흑전	8.1
순이익(지배)	적전	적자축소	-41.3	153.9	흑전	흑전	1229.0	242.6	적전	흑전	8.5
%QoQ											
매출액	-19.7	-33.6	13.0	9.8	24.9	5.8	1.6	1.7			
영업이익	적전	적자축소	적자축소	흑전	670.1	-28.1	6.2	8.4			
세전이익	적전	적자축소	흑전	499.6	175.3	6.6	7.9	3.1			
순이익(지배)	적전	적자축소	흑전	299.7	184.6	8.3	7.8	3.0			

자료: 메리츠증권 리서치센터

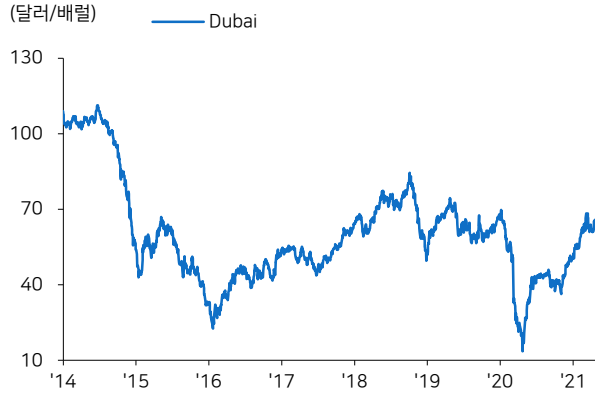


자료: 메리츠증권 리서치센터



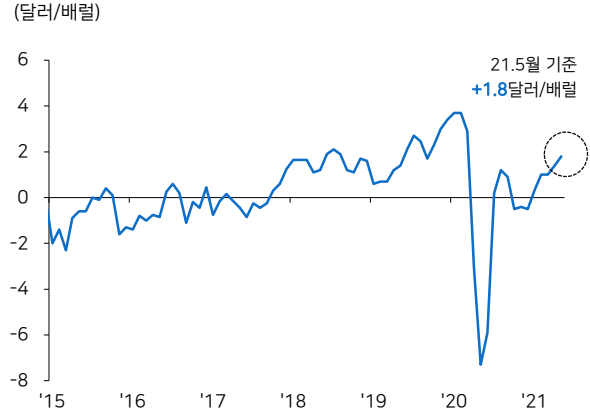
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 Dubai 유가 흐름



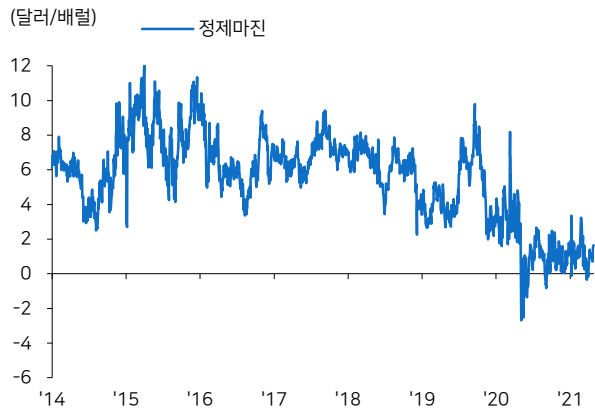
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 OSP 추이



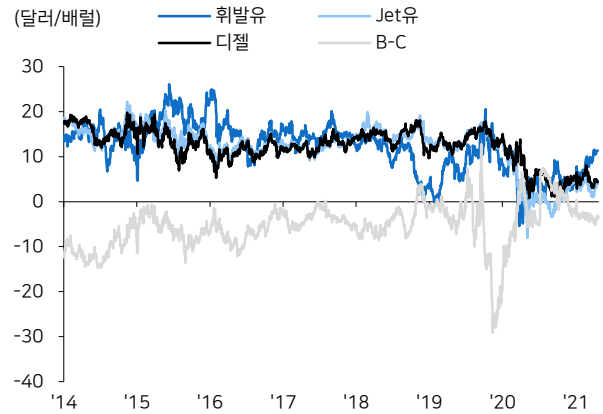
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 정제마진 추이



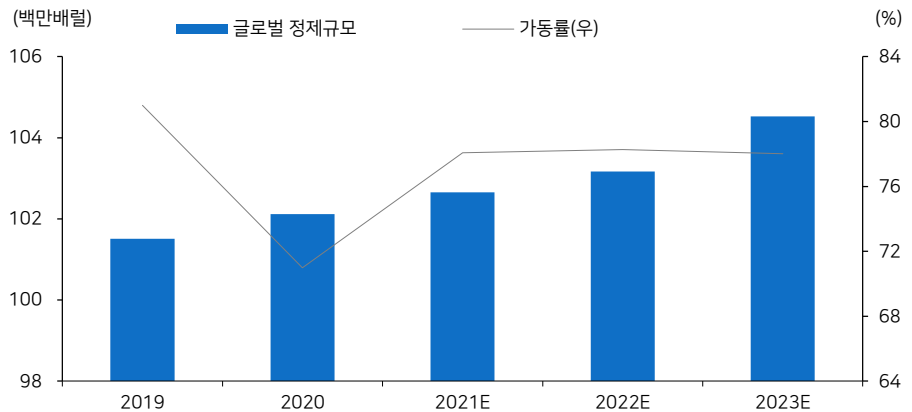
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 제품별 마진 흐름



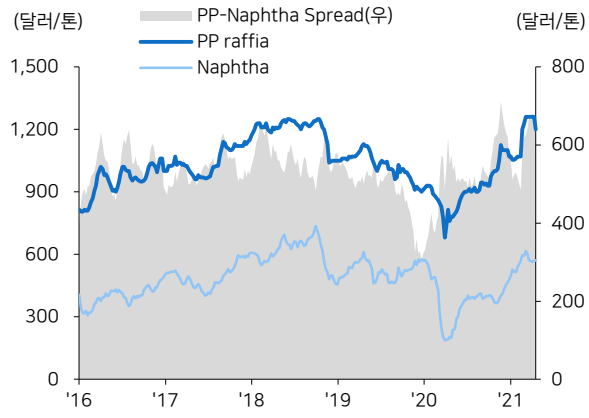
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 정제설비 신규 증설 전망



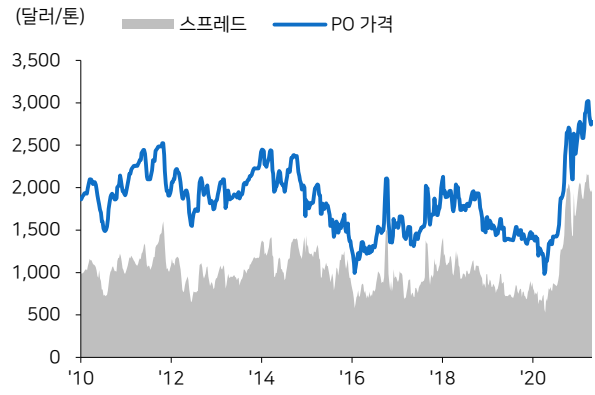
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 PP 스프레드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 PO 스프레드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

S-Oil (010950)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	25,463.3	24,394.2	16,829.7	22,585.5	23,433.6
매출액증가율 (%)	21.9	-4.2	-31.0	34.2	3.8
매출원가	24,200.3	23,346.8	17,366.2	20,146.0	20,934.8
매출총이익	1,263.1	1,047.4	-536.5	2,439.5	2,498.8
판매관리비	623.6	627.3	562.6	356.0	369.3
영업이익	639.5	420.1	-1,099.2	2,083.5	2,129.5
영업이익률	2.5	1.7	-6.5	9.2	9.1
금융손익	-120.7	-242.1	-36.2	47.9	105.2
중속/관계기업손익	4.1	2.6	3.7	10.7	12.0
기타영업외손익	-191.1	-70.2	-36.1	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	331.8	110.4	-1,167.8	2,055.1	2,221.7
법인세비용	73.8	44.9	-371.7	519.4	555.4
당기순이익	258.0	65.4	-796.1	1,535.7	1,666.3
지배주주지분 순이익	258.0	65.4	-796.1	1,535.7	1,666.3

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	5,854.5	5,628.9	4,996.6	6,924.1	7,698.3
현금및현금성자산	664.5	291.0	737.4	1,299.4	2,427.0
매출채권	1,641.5	1,312.3	1,196.3	1,566.9	1,613.9
재고자산	3,139.1	3,196.0	2,192.3	3,054.7	3,146.2
비유동자산	10,100.5	10,704.5	10,694.0	10,832.5	10,868.5
유형자산	9,740.7	10,139.1	10,077.8	10,195.5	10,231.9
무형자산	104.5	101.3	98.8	95.3	92.1
투자자산	120.4	128.6	125.7	150.1	152.8
자산총계	15,955.0	16,333.4	15,690.5	17,756.6	18,566.8
유동부채	5,789.1	5,748.7	6,565.1	7,624.6	7,506.0
매입채무	1,437.3	1,655.2	2,003.6	2,733.8	2,815.7
단기차입금	2,359.2	2,319.7	1,875.6	1,815.6	1,775.6
유동성장기부채	575.6	505.4	739.8	679.8	679.8
비유동부채	3,696.8	4,088.1	3,442.9	3,357.5	3,179.1
사채	2,535.8	2,835.5	3,194.6	3,154.6	3,074.6
장기차입금	864.8	719.3	0.0	-60.0	-160.0
부채총계	9,485.8	9,836.8	10,008.0	10,982.0	10,685.1
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	25.6	25.6	25.6
이익잉여금	4,823.1	4,848.2	4,035.7	5,127.8	6,234.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,469.2	6,496.6	5,682.5	6,774.6	7,881.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-288.2	679.5	1,631.0	2,015.9	3,120.8
당기순이익(손실)	258.0	65.4	-796.1	1,535.7	1,666.3
유형자산상각비	347.1	604.3	623.7	602.3	763.6
무형자산상각비	8.2	8.1	7.6	3.5	3.2
운전자본의 증감	-881.9	105.1	2,183.0	-160.7	527.7
투자활동 현금흐름	-415.2	-1,069.5	-635.6	-866.2	-805.6
유형자산의증가(CAPEX)	-2,041.4	-827.3	-547.1	-720.0	-800.0
투자자산의감소(증가)	8.3	-5.6	6.6	-13.7	9.3
재무활동 현금흐름	887.8	16.5	-548.7	-587.7	-1,187.6
차입금의 증감	1,561.3	288.0	-593.8	-447.7	-456.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	184.5	-373.5	446.4	562.0	1,127.6
기초현금	480.1	664.5	291.0	737.4	1,299.4
기말현금	664.5	291.0	737.4	1,299.4	2,427.0

Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	226,174	216,678	149,487	200,612	208,145
EPS(지배주주)	2,266	574	-7,072	13,900	14,633
CFPS	9,385	6,263	-3,889	25,086	27,369
EBITDAPS	8,836	9,171	-4,156	23,887	25,725
BPS	55,480	55,715	48,733	58,099	67,593
DPS	750	200	0	4,200	4,800
배당수익률(%)	0.8	0.2	0.0	5.0	5.7
Valuation(Multiple)					
PER	43.1	166.2	-9.8	6.1	5.8
PCR	10.4	15.2	-17.8	3.4	3.1
PSR	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
PBR	1.8	1.7	1.4	1.5	1.3
EBITDA	994.8	1,032.5	-467.9	2,689.3	2,896.2
EV/EBITDA	17.1	16.5	-27.7	5.1	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.9	1.0	-13.1	25.4	22.7
EBITDA 이익률	3.9	4.2	-2.8	11.9	12.4
부채비율	146.6	151.4	176.1	162.1	135.6
금융비용부담률	0.3	0.7	0.9	0.6	0.7
이자보상배율(x)	8.8	2.3	-7.0	14.7	12.4
매출채권회전율(x)	16.0	16.5	13.4	16.3	14.7
재고자산회전율(x)	8.6	7.7	6.2	8.6	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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.04.24	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-29.2	-18.5	
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	-22.6	-6.0	
2021.01.11	산업브리프	Buy	85,000	노우호	-5.9	6.1	
2021.03.19	산업브리프	Buy	95,000	노우호	-16.0	-11.3	
2021.04.27	기업브리프	Buy	105,000	노우호	-	-	