

2021. 7. 28



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 120,000 원

현재주가 (7.27) 98,400 원

상승여력 22.0%

KOSPI 3,232.53pt

시가총액 110,781억원

발행주식수 11,258만주

유동주식비율 36.56%

외국인비중 77.74%

52주 최고/최저가 110,000원/50,300원

평균거래대금 519.4억원

주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 외 11 63.44

국민연금공단 7.73

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -5.4 39.0 60.8

상대주가 -3.3 34.3 10.3

주가그래프



S-Oil 010950

속도가 관건, 회복 방향성에 변함없어

- ✓ 2Q21 영업이익 5,710억원 달성 → 재고평가이익 배제한 이익 체력은 QoQ 개선
(1) 윤활기유 초호황기(OPM 43%), (2) 석유화학 전 제품 호조, (3) 휘발유 마진 반등
- ✓ 2021년 연간 영업이익 2.1조원 추정: 2H21 유가 변동성 축소, 반면 정제마진 개선
- ✓ 변이 바이러스 등 경기 불확실성 우려는 심리적 요인, 경기 우상향 반등 흐름 유지
- ✓ 2021~22년 Post Covid19의 정유업황 긍정적 흐름, 투자의견 Buy 유지

1H21 영업이익 1.2조원으로 1H16 이후 반기 기준 최대 실적 달성

2021년 OPEC+의 감산 이행에 따른 유가 급등으로 동사는 1H21 재고평가이익 (3,500억원)을 반영한 1.2조원의 반기 기준 최대 영업이익을 달성했다. 분기 영업이익 하락(-9% QoQ)은 유가 상승폭 축소에 따른 재고이익 감소 요인이다. 분기 이익 우려는 심리적 요인으로 주가에 부정적으로 반응할 필요는 적다. 오히려 재고손익 제거한 실질 이익 체력이 개선된 점에 초점을 둘 필요가 있다.

사업부문별 흐름은 (1) 윤활기유: 타이탄한 수급 여건에서의 이익률 극대화, (2) 석유화학: PO/PP 수익성 호조와 부진했던 아로마틱스 제품군들의 이익 기여 증가, (3) 정유: 휘발유 마진 개선의 Post Covid19 모빌리티 수요 반등 기초를 확인했다.

변이 바이러스 등 돌발 변수는 심리적 요인, 경기 방향성에 변화 없어

21.6~7월 델타변이의 예상 외 변수 발생으로 경기 둔화 등의 경기 심리 위축 우려가 발생했다. 당사는 심리 요인에 따른 경기 우려와 추가 Lockdown 등으로 모빌리티 수요에 타격 발생 가능성은 적다는 판단이다. 오히려 미국/유럽 설비 투자 확대에 따른 경기/운송용 수요 개선 요인이 큰 점에 주목한다. 이에 따른 2021~22년 정유업황은 우상향 기초의 기존 전망을 유지한다.

2021년 연간 영업이익은 2.1조원(정유 8,570억원, 석유화학 4,767억원, 윤활기유 7,769억원)을 추정한다. 2H21 Highlight는 정제마진 개선폭/시점이 우선순위, 유가 변동에 따른 재고손익 규모는 후순위로 판단한다.

투자의견 Buy, 적정주가는 추정치 기준 PBR 2.0배를 적용한 12만원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	25,658.7	2,111.2	1,484.4	13,472	-290.5	60,681	7.3	1.6	5.0	24.0	172.8
2022E	27,320.3	2,160.3	1,633.1	14,339	6.4	69,890	6.9	1.4	3.9	21.5	143.9
2023E	27,540.0	2,131.1	1,624.2	14,169	-1.2	78,947	6.9	1.2	3.0	18.6	122.3

표1 S-Oil 2Q21 실적 Review 테이블

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	6,711.0	3,451.8	94.4	5,344.8	25.6	6,088.6	10.2	6,374.8	5.3
영업이익	571.0	-164.3	흑전	629.2	-9.2	465.0	22.8	667.0	-14.4
세전이익	548.8	-156.5	흑전	467.1	17.5	451.4	21.6	710.0	-22.7
순이익(지배주주)	410.7	-66.9	흑전	344.7	19.2	320.5	28.2	532.5	-22.9
영업이익률(%)	8.5	-4.8		11.8		7.6		10.5	
순이익률(%)	6.1	-1.9		6.4		5.3		8.4	

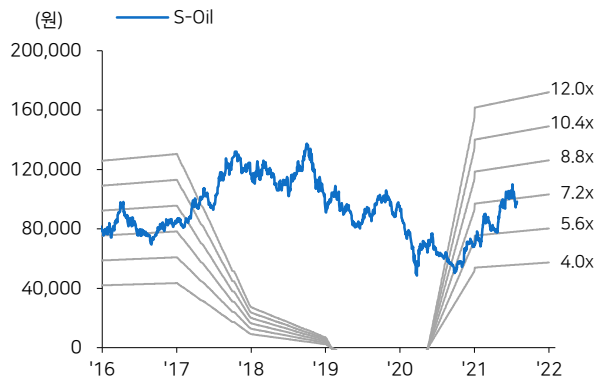
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 S-Oil 분기별 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
매출액	5,344.8	6,711.0	6,759.5	6,843.3	6,655.3	6,849.9	6,882.4	6,932.6	25,658.7	27,320.3	27,540.0
정유	3,797.4	4,848.2	4,917.4	5,082.2	4,929.8	5,113.8	5,151.9	5,204.7	18,645.1	20,400.2	20,831.6
석유화학	1,021.1	1,203.3	1,244.7	1,173.7	1,157.6	1,177.7	1,181.4	1,187.9	4,642.8	4,704.7	4,637.0
운할기유	526.3	659.5	597.4	587.5	567.9	558.4	549.1	540.0	2,370.7	2,215.5	2,071.4
영업이익	629.2	571.0	409.6	501.3	492.0	536.3	553.9	578.1	2,111.2	2,160.3	2,131.1
%OP	11.8%	8.5%	6.1%	7.3%	7.4%	7.8%	8.0%	8.3%	8.2%	7.9%	7.7%
정유	342.0	152.5	133.1	229.4	238.0	275.3	281.3	302.0	857.0	1,096.6	1,121.9
석유화학	98.3	134.0	120.7	123.7	115.2	128.8	146.4	155.8	476.7	546.2	565.3
운할기유	188.9	284.5	155.5	148.0	138.7	132.3	126.2	120.3	776.9	517.5	443.9
세전이익	467.1	548.8	452.6	519.3	498.2	548.9	567.6	562.7	1,987.9	2,177.4	2,165.6
순이익(지배주주)	344.7	410.7	339.5	389.5	373.7	411.7	425.7	422.1	1,484.4	1,633.1	1,624.2
%YoY											
매출액	2.8	94.4	73.4	59.9	24.5	2.1	1.8	1.3	52.5	6.5	0.8
영업이익	흑전	흑전	흑전	513.8	-21.8	-6.1	35.2	15.3	흑전	2.3	-1.3
세전이익	흑전	흑전	1,497.3	205.9	6.6	0.0	25.4	8.4	흑전	9.5	-0.5
순이익(지배)	흑전	흑전	1,020.9	221.5	8.4	0.2	25.4	8.4	흑전	10.0	-0.5
%QoQ											
매출액	24.9	25.6	0.7	1.2	-2.7	2.9	0.5	0.7			
영업이익	670.4	-9.2	-28.3	22.4	-1.9	9.0	3.3	4.4			
세전이익	175.2	17.5	-17.5	14.7	-4.1	10.2	3.4	-0.9			
순이익(지배)	184.6	19.2	-17.4	14.7	-4.1	10.2	3.4	-0.9			

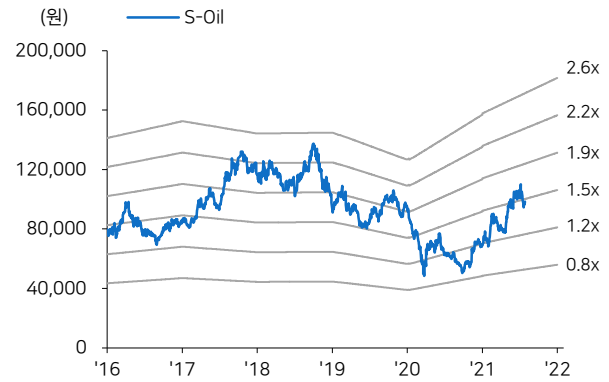
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M FWD PER 밴드 차트



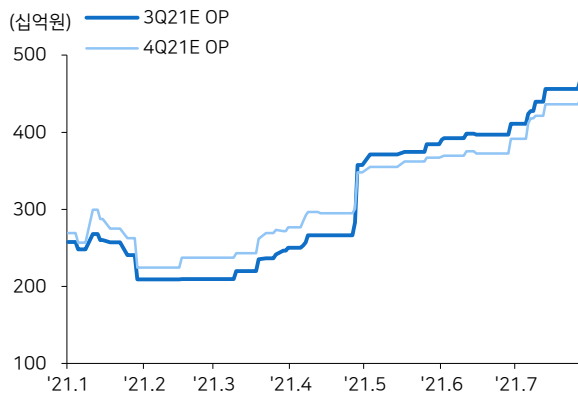
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드 차트



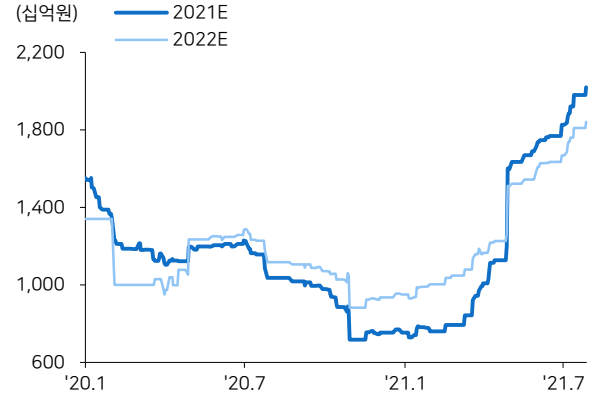
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 S-Oil 3~4Q21 영업이익 컨센서스



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 S-Oil 연간 영업이익 컨센서스



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 글로벌 정유사 멀티플 Valuation

기업명	P/E(배)			P/B(배)			EV/EBITDA(배)			ROE(%)		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
S-Oil	7.2	6.7	6.8	1.6	1.4	1.2	4.9	3.8	2.9	24.0	21.5	18.6
SK이노베이션	36.7	20.4	18.1	1.5	1.4	1.3	10.9	10.1	9.2	4.8	7.1	7.4
GS	4.6	4.9	3.7	0.5	0.4	0.4	7.0	6.7	6.3	10.3	9.0	10.6
현대중공업지주	15.5	9.4	8.1	0.8	0.7	0.7	9.0	7.3	6.7	4.9	8.0	8.7
Thai Oil	13.9	12.1	10.4	0.8	0.8	0.7	11.6	11.1	9.9	5.9	6.6	7.5
Marathon	13.0	11.4	14.0	0.8	0.8	0.8	3.9	3.1	2.9	5.8	5.9	4.7
Valero	-	11.9	12.5	1.5	1.5	1.5	12.1	5.9	5.8	0.6	11.6	14.1
평균(S-Oil제외)	16.7	11.7	11.1	1.0	0.9	0.9	9.1	7.4	6.8	5.4	8.0	8.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

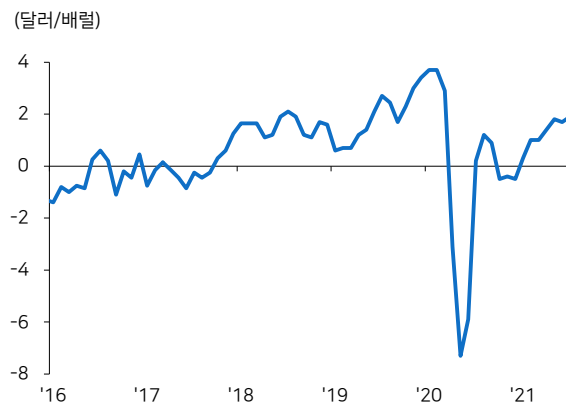
주: S-Oil은 당사 추정치 사용

그림5 Dubai 유가 흐름



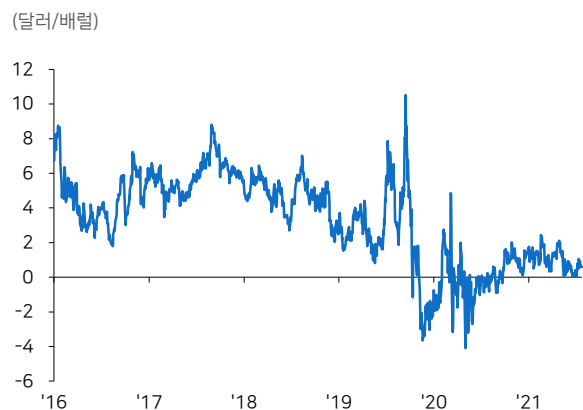
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림6 OSP 추이



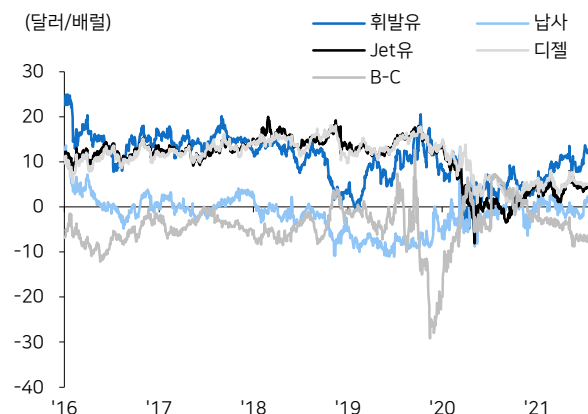
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 정제마진 추이



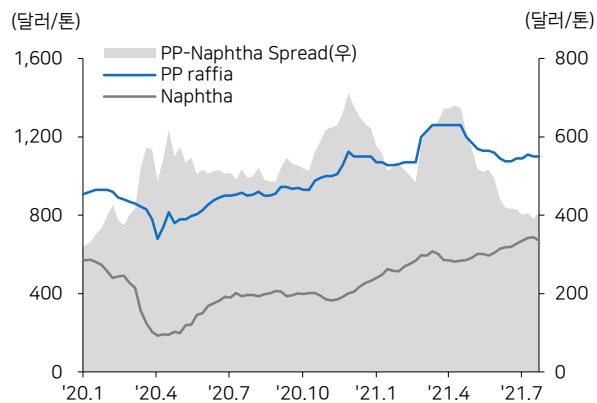
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 제품별 마진 흐름



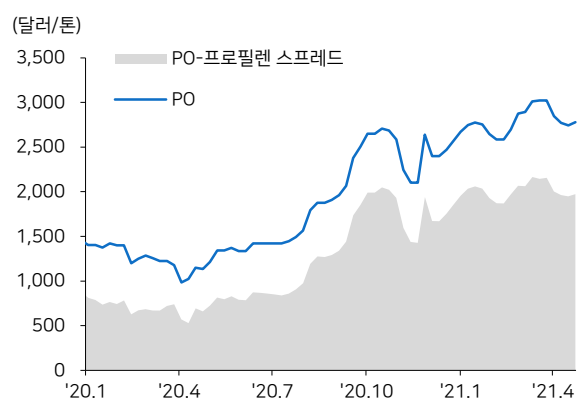
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림9 PP 스프레드 추이



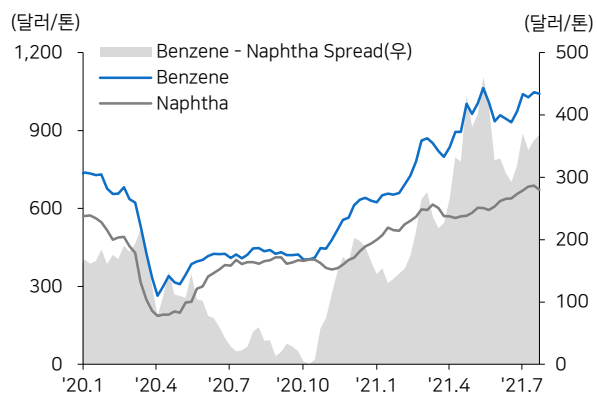
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림10 PO 스프레드 추이



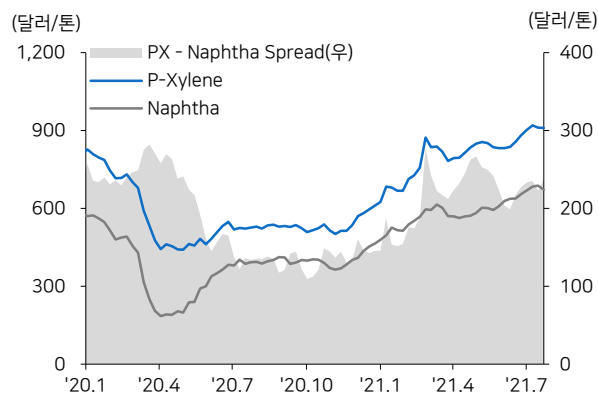
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림11 벤젠 스프레드 추이



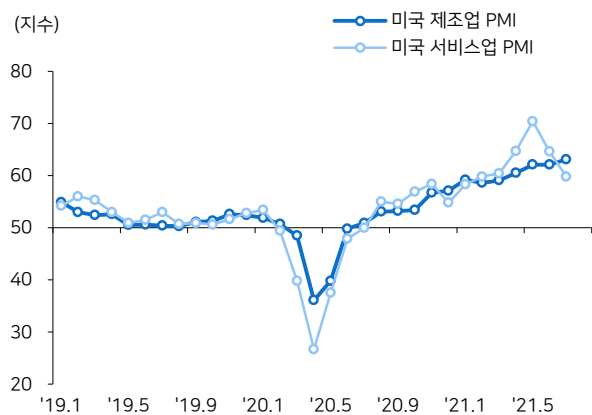
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림12 P-X 스프레드 추이



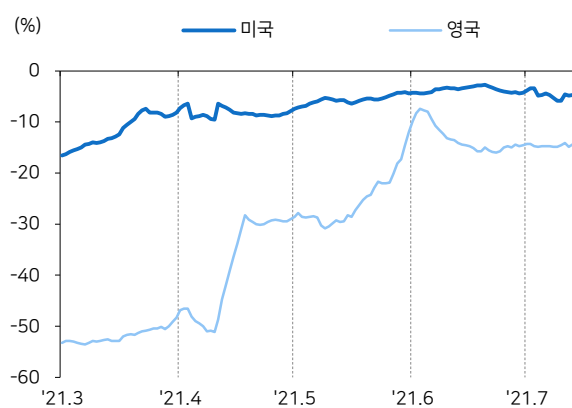
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 제조업/서비스업 PMI



자료: Markit, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국, 영국 Mobility Index: Retail & Recreation



자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

S-Oil (010950)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	24,394.2	16,829.7	25,658.7	27,320.3	27,540.0
매출액증가율 (%)	-4.2	-31.0	52.5	6.5	0.8
매출원가	23,346.8	17,366.2	23,095.6	24,729.7	24,975.1
매출총이익	1,047.4	-536.5	2,563.1	2,590.7	2,564.9
판매관리비	627.3	562.6	451.9	430.4	433.8
영업이익	420.1	-1,099.2	2,111.2	2,160.3	2,131.1
영업이익률	1.7	-6.5	8.2	7.9	7.7
금융손익	-242.1	-36.2	45.9	30.2	47.5
종속/관계기업손익	2.6	3.7	10.7	12.0	0.0
기타영업외손익	-70.2	-36.1	-114.6	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	110.4	-1,167.8	1,987.9	2,177.4	2,165.6
법인세비용	44.9	-371.7	519.9	544.4	538.4
당기순이익	65.4	-796.1	1,484.4	1,633.1	1,624.2
지배주주지분 순이익	65.4	-796.1	1,484.4	1,633.1	1,624.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,628.9	4,996.6	8,836.8	9,624.0	10,681.4
현금및현금성자산	291.0	737.4	2,702.6	4,100.6	5,137.8
매출채권	1,312.3	1,196.3	1,832.3	1,856.2	1,863.0
재고자산	3,196.0	2,192.3	3,372.0	3,416.1	3,428.5
비유동자산	10,704.5	10,694.0	10,466.2	10,256.2	9,778.4
유형자산	10,139.1	10,077.8	9,918.3	9,714.3	9,242.9
무형자산	101.3	98.8	92.5	85.1	78.2
투자자산	128.6	125.7	106.9	108.3	108.7
자산총계	16,333.4	15,690.5	19,303.0	19,880.2	20,459.7
유동부채	5,748.7	6,565.1	9,228.5	8,810.9	8,334.3
매입채무	1,655.2	2,003.6	3,203.4	3,245.2	3,257.1
단기차입금	2,319.7	1,875.6	2,228.9	2,188.9	2,188.9
유동성장기부채	505.4	739.8	894.8	694.8	694.8
비유동부채	4,088.1	3,442.9	2,998.8	2,919.7	2,919.9
사채	2,835.5	3,194.6	2,935.1	2,855.1	2,855.1
장기차입금	719.3	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	9,836.8	10,008.0	12,227.4	11,730.6	11,254.2
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	27.3	25.6	25.7	25.7	25.7
이익잉여금	4,848.2	4,035.7	5,428.8	6,502.7	7,558.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,496.6	5,682.5	7,075.7	8,149.6	9,205.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	679.5	1,631.0	2,508.2	3,507.7	3,259.8
당기순이익(손실)	65.4	-796.1	1,484.4	1,633.1	1,624.2
유형자산상각비	604.3	623.7	771.2	1,004.0	1,471.4
무형자산상각비	8.1	7.6	8.0	7.4	6.8
운전자본의 증감	105.1	2,183.0	-26.0	695.4	3.8
투자활동 현금흐름	-1,069.5	-635.6	-538.1	-792.6	-1,001.3
유형자산의증가(CAPEX)	-827.3	-547.1	-602.6	-800.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	-5.6	6.6	29.5	10.6	-0.4
재무활동 현금흐름	16.5	-548.7	-5.1	-1,317.2	-1,221.2
차입금의 증감	288.0	-593.8	-116.6	-578.2	-499.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-373.5	446.4	1,965.2	1,397.9	1,037.2
기초현금	664.5	291.0	737.4	2,702.6	4,100.6
기말현금	291.0	737.4	2,702.6	4,100.6	5,137.8

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	216,678	149,487	227,909	242,669	244,620
EPS(지배주주)	574	-7,072	13,472	14,339	14,169
CFPS	6,263	-3,889	26,256	29,815	33,703
EBITDAPS	9,171	-4,156	25,673	28,172	32,060
BPS	55,715	48,733	60,681	69,890	78,947
DPS	200	0	4,200	4,800	5,100
배당수익률(%)	0.2	0.0	4.3	4.9	5.2
Valuation(Multiple)					
PER	166.2	-9.8	7.3	6.9	6.9
PCR	15.2	-17.8	3.7	3.3	2.9
PSR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	1.7	1.4	1.6	1.4	1.2
EBITDA	1,032.5	-467.9	2,890.4	3,171.7	3,609.4
EV/EBITDA	16.5	-27.7	5.0	3.9	3.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.0	-13.1	24.0	21.5	18.6
EBITDA 이익률	4.2	-2.8	11.3	11.6	13.1
부채비율	151.4	176.1	172.8	143.9	122.3
금융비용부담률	0.7	0.9	0.0	0.7	0.6
이자보상배율(x)	2.3	-7.0		12.0	13.1
매출채권회전율(x)	16.5	13.4	16.9	14.8	14.8
재고자산회전율(x)	7.7	6.2	9.2	8.0	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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 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	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.24	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-26.9	-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	-5.6	4.8	
2021.07.28	기업브리프	Buy	120,000	노우호	-	-	