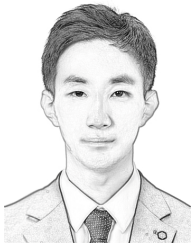


SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sk.com

02-3773-8477

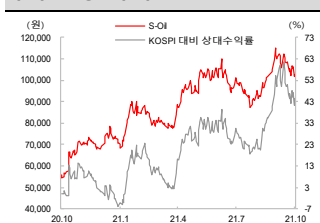
Company Data

자본금	292 십억원
발행주식수	11,660 만주
자사주	18 만주
액면가	2,500 원
시가총액	11,540 십억원
주요주주	
Aramco Overseas	63.44%
Company BV(외11)	
국민연금공단	7.73%
외국인지분율	78.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/10/29)	102,500 원
KOSPI	2970.68 pt
52주 Beta	0.76
52주 최고가	115,000 원
52주 최저가	54,300 원
60일 평균 거래대금	34 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.5%	-5.7%
6개월	16.5%	24.5%
12개월	84.4%	44.4%

S-Oil (010950/KS | 매수(유지) | T.P 125,000 원(유지))

유가의 Tension, 마진의 안정감

3 분기 영업이익은 5,494 억원 기록해 컨센서스를 상회. Dubai 유 기준 유가는 2 분기 \$66.9/bbl → 3 분기 평균 \$71.5/bbl 로 상승해 재고관련 이익 발생. 정제마진 회복 및 물리며 정유 본업 강세. 경기회복 및 미드코로나 진입에 등/경유 수요 및 spread 상향 기대. Valuation 은 가중평균 Target PBR 1.9 배를 부여해 목표주가 125,000 원, 투자의견 매수를 유지

오르는 유가, 오르는 정제마진

2021 년 3 분기 매출액과 영업이익은 각각 7.1 조원, 5,494 억원을 기록해 10/28 일 기준 컨센서스(4,783 억원) 상회한 수준을 기록했다. Dubai 유 기준 유가는 2 분기 \$66.9/bbl → 3 분기 평균 \$71.5/bbl 로 상승해 재고관련이익(전체 880 억원)이 발생했다. 동시에 정제마진의 상향이 정유 본업의 강세를 견인했다. 운환기유 또한 6 월 \$1,016/t 에서 9 월 \$1,178/t 으로 상승해 타이트한 수급 및 견조한 실적을 유지했다. 이익률 40% 이상 기록했다. 반면, 화학은 제품 가격 조정 및 원가 상승 맞물리며 QoQ 위축되었다.

상승의 기회를 열어두는 정유

복합정제마진은 6 월 말 기준 \$2~3/bbl 에서 9 월 말 \$5~6/bbl, 최근 \$8/bbl 수준까지 올라왔다. 앞으로는 등/경유 중심의 마진 상승이 기대된다. 등/경유-Dubai 유 spread 는 이제 '19 년도 평균 수치이다. 타이트한 수급 현황과 높아진 유가 레벨을 감안하면 남은 하반기 상승 기회는 남아있다고 평가한다. 11/4 OPEC+ 미팅으로 유가의 변동성 확대 여지는 있으나 현재 시점 단기 수급은 우호적이다.

투자의견 매수, 목표주가 125,000 원 유지

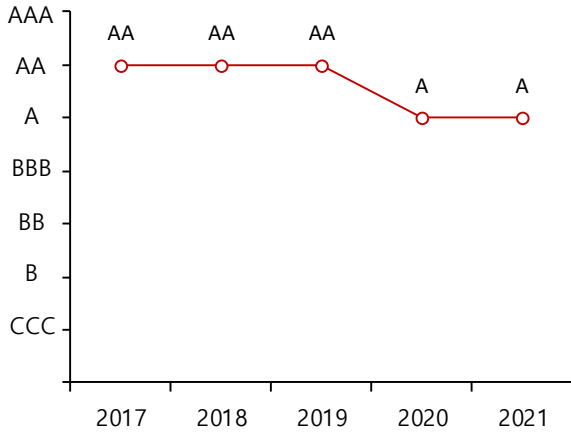
상승세의 정제마진과 유가의 상승이 동시에 모멘텀으로 작용 중이다. Valuation 은 PBR-ROE 와 Historical PBR 가중평균을 적용한 Target PBR 1.9 배를 적용했다. 목표 주가는 125,000 원, 투자의견은 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	25,463	24,394	16,830	27,298	27,025	26,092
yoy	%	21.9	-4.2	-31.0	62.2	-1.0	-3.5
영업이익	십억원	639	420	-1,099	2,409	1,724	1,209
yoy	%	-53.4	-34.3	적전	흑전	-28.4	-29.9
EBITDA	십억원	995	1,033	-468	3,048	2,402	1,908
세전이익	십억원	332	110	-1,168	2,032	1,365	863
순이익(지배주주)	십억원	258	65	-796	1,502	1,035	654
영업이익률%	%	2.5	1.7	-6.5	8.8	6.4	4.6
EBITDA%	%	3.9	4.2	-2.8	11.2	8.9	7.3
순이익률	%	1.0	0.3	-4.7	5.5	3.8	2.5
EPS(계속사업)	원	2,213	561	-6,827	12,883	8,872	5,610
PER	배	44.2	169.8	N/A	8.0	11.6	18.3
PBR	배	1.8	1.7	1.4	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	배	17.1	16.6	-27.7	5.0	5.8	6.9
ROE	%	3.9	1.0	-13.1	23.6	14.0	8.3
순차입금	십억원	5,686	6,132	5,006	3,038	1,507	765
부채비율	%	146.6	151.4	176.1	191.5	183.5	177.0

ESG 하이라이트

S-Oil의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
S-Oil 종합 등급	A	A-	64.0
환경(Environment)	32.8	A-	61.2
사회(Social)	63.7	A	71.9
지배구조(Governance)	54.2	A-	62.5
<비교업체 종합 등급>			
SK 이노베이션	A	A-	58.3
GS	B	B	20.7

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 S-Oil ESG 평가

동사는 비전 2030을 통해 탄소 감축과 관련한 로드맵을 제시. 또한 ESG 위원회를 신설해 운영 중에 있음. 정유 본업의 환경 측면 부담에도 개선 활동 진행

친환경 투자 측면에서 수소 연료전지 비즈니스에 투자. FCI에 대한 지분투자 방식으로 진행.

자료: SK 증권

S-Oil의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

S-Oil의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.07.13	환경 (Environment)	정유 4사, 탈탄소 움직임에도 온실가스 배출량 감축 지지부진
2021.03.06	환경 (Environment)	에쓰오일 정제 가동률 축소 후속 대책 착수
2021.03.05	환경 (Environment)	울산 에쓰오일 송유관 원유 8천 리터 유출
2020.12.17	사회 (Social)	공정위, 유류입찰 담합한 에쓰오일 등에 시정명령
2020.04.27	사회 (Social)	서산 첨단화학특화단지 무산에 인근 주민 이주 대책도 물거품
2020.03.17	지배구조 (Governance)	에쓰오일 불황에 약재 산적한데 월급만 챙기는 사우디 이사진

자료: 주요 언론사, SK 증권

1. Highlight View 3

(1) 빠르고 강한 마진의 상승

올해 중반 휘발유를 중심으로 강세를 띠었던 복합정제마진도 이제는 등/경유 모두 반등하면서 탄력을 받고 있다. 복합정제마진은 6 월 말 기준 \$2~3/bbl 에서 9 월 말 \$5~6/bbl, 최근 \$8/bbl 수준까지 올라왔다. 앞으로도 가솔린 보다는 등/경유 중심의 마진 상승이 기대된다. 등/경유-Dubai 유 spread 는 이제 '19 년도 평균 수치이다. 타이트한 수급 현황 + 높아진 유가를 감안하면 남은 하반기 상승 기회는 여전하다

(2) OPEC+ 회의 이후 유가의 분위기

유가의 상승이 하반기에도 멈추지 않는 모습이다. 속도에는 차이가 있을 수 있으나 상승세에 변함이 없다. Dubai 유 기준 \$83/bbl 기록해 10 월 초 대비 +9.8% 상승했다. 그리고 미국 기준 원유 재고는 4.3 억 배럴로 '19 년 대비로도 낮으며, 제품 재고도 유사하다. 반면, 수요는 개선 중이다. 11/4 다시 한번 OPEC+ 미팅을 앞두고 있다. 유가의 변동성을 키우는 이벤트임에는 변함은 없지만 단기적 수급은 우호적으로 평가한다.

(3) 에너지 전환의 리스크와 수소 발자국

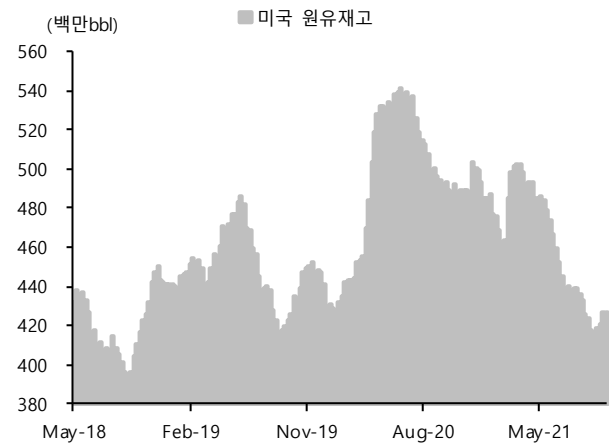
에너지기업으로써 그리고 정유 본업에서 친환경 에너지 전환이 잠재적 리스크이다. 신차 판매에서 전기차 비중은 상반기 말 7~8%로 가속화되고 있다. 에너지 전환에 맞추어 동사는 수소 비즈니스에 진출 중이다. FCI 지분과 별도로 블루암모니아 등 수소 관련 프로젝트에 제동을 걸었다. 에너지 전환에 대응한 수소 확장에 주목할 필요가 있다.

복합정제마진 추이: 등/경유 회복 중심 강세 기대



자료: Petronet, SK 증권

미국 원유 재고 레벨 '19 년 비교해도 낮은 편



자료: EIA, SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원 %)

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	4,280.3	5,344.8	6,711.0	7,117.0	8,124.9	89.8%	14.2%	16,829.7	27,297.7	27,024.8
영업이익	81.7	629.2	571.0	549.4	658.9	706.7%	19.9%	-1,099.1	2,408.5	1,723.7
영업이익률	1.9%	11.8%	8.5%	7.7%	8.1%	6.2%	0.4%	-6.5%	8.8%	6.4%
세전이익	169.7	467.1	548.8	473.1	543.8	220.4%	15.0%	-1,167.8	2,032.4	1,364.8
세전이익률	4.0%	8.7%	8.2%	6.6%	6.7%	2.7%	0.0%	-6.9%	7.4%	5.1%
지배순이익	121.1	344.7	410.7	334.5	412.2	240.3%	23.2%	-796.1	1,502.2	1,034.5
지배주주순이익률	2.8%	6.4%	6.1%	4.7%	5.1%	2.2%	0.4%	-4.7%	5.5%	3.8%
사업부별 매출액										
정유	3,096	3,797	4,848	5,223	6,164	99.1%	18.0%	12,635	20,032	20,580
화학	822	1,021	1,203	1,183	1,241	50.9%	4.9%	2,862	4,648	4,461
윤활기유	362	526	659	711	721	99.3%	1.3%	1,332	2,618	1,985
사업부별 영업이익										
정유	-97.9	342.0	152.5	185.5	328.4	흑전	77.0%	-1,704.1	1,008.5	843.0
이익률	-3.2%	9.0%	3.1%	3.6%	5.3%	8.5%	1.8%	-13.5%	5.0%	4.1%
화학	70.3	98.3	134.0	75.1	60.5	-13.9%	-19.4%	179.6	367.9	312.8
이익률	8.6%	9.6%	11.1%	6.3%	4.9%	-3.7%	-1.5%	6.3%	7.9%	7.0%
윤활기유	109.2	188.9	284.5	288.8	270.0	147.2%	-6.5%	425.3	1,032.1	567.8
이익률	30.2%	35.9%	43.1%	40.6%	37.5%	7.3%	-3.1%	31.9%	39.4%	28.6%

자료 S-에, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위 : 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	25,301.0	25,396.8	27,297.7	27,024.8	7.9%	6.4%
영업이익	1,947.8	1,732.7	2,408.5	1,723.7	23.7%	-0.5%
영업이익률	7.7%	6.8%	8.8%	6.4%	1.1%	-0.4%
세전이익	1,624.6	1,418.7	2,032.4	1,364.8	25.1%	-3.8%
세전이익률	6.4%	5.6%	7.4%	5.1%	1.0%	-0.5%
지배순이익	1,222.1	1,075.4	1,502.2	1,034.5	22.9%	-3.8%
지배주주순이익률	4.8%	4.2%	5.5%	3.8%	0.7%	-0.4%

자료 SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	11.3%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	5.3%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	3.9%
Beta	0.8
Calculated P/B	2.4
Target P/B	1.90
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	66,122
적정주가 (단위: 원)	125,544
Target Price (단위: 원)	125,000
현재주가(2021-10-29) (단위: 원)	102,500
상승여력	21.9%

자료 : SK 증권 추정

주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

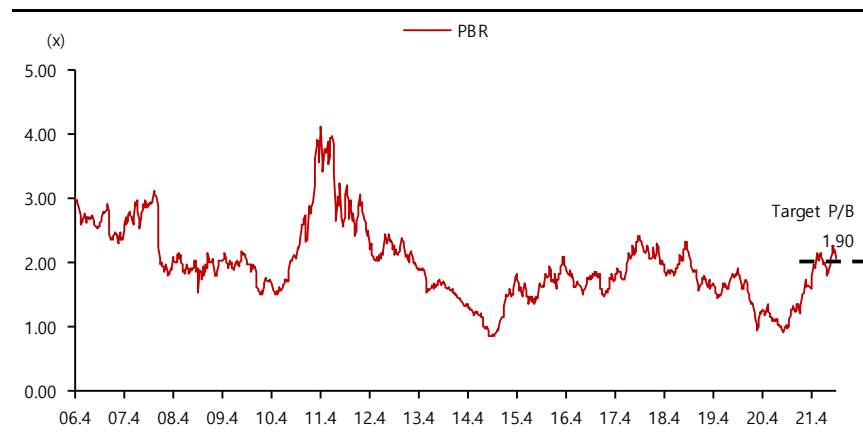
Target P/B 는 과거 데이터 수식($P/B = ROE \times 2.35 + 1.50 \times (4/5) + Cal. P/B \times (1/5)$)

Target ROE

	2020	4Q22E	4Q23E	4Q24E
ROE(지배주주지분)	-13.1%	14.0%	8.3%	9.1%
weight		0.50	0.30	0.20
Target ROE	11.3%			

자료 : SK 증권 추정

Historical PBR



자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.10.30	매수	125,000원	6개월		
2021.07.28	매수	125,000원	6개월	-19.78%	-8.00%
2021.04.30	매수	120,000원	6개월	-16.95%	-8.33%
2021.04.26	담당자 변경				
2020.09.28	매수	65,000원	6개월	11.85%	38.77%
2020.03.30	매수	70,000원	6개월	-8.53%	9.71%



Compliance Notice

- 작성자(박한샘)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 10 월 30 일 기준)

매수	89.39%	중립	10.61%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,629	4,997	10,117	11,675	12,314
현금및현금성자산	291	737	2,349	3,980	4,872
매출채권및기타채권	1,563	1,353	2,569	2,543	2,456
재고자산	3,196	2,192	4,161	4,120	3,978
비유동자산	10,705	10,694	10,503	10,180	10,068
장기금융자산	98	94	61	61	61
유형자산	10,139	10,078	9,791	9,623	9,431
무형자산	101	99	92	81	71
자산총계	16,333	15,691	20,620	21,854	22,381
유동부채	5,749	6,565	9,722	9,649	9,399
단기금융부채	2,902	2,704	2,396	2,396	2,396
매입채무 및 기타채무	2,172	2,329	4,421	4,377	4,226
단기충당부채	4	3	3	3	3
비유동부채	4,088	3,443	3,824	4,495	4,903
장기금융부채	3,799	3,403	3,365	3,465	3,615
장기매입채무 및 기타채무	0	0	258	516	516
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	9,837	10,008	13,547	14,144	14,302
지배주주지분	6,497	5,682	7,073	7,710	8,080
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	4,848	4,036	5,421	6,054	6,418
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,497	5,682	7,073	7,710	8,080
부채외자본총계	16,333	15,691	20,620	21,854	22,381

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	842	1,784	2,396	2,286	1,628
당기순이익(손실)	65	-796	1,502	1,035	654
비현금성항목등	640	358	1,475	1,368	1,254
유형자산감가상각비	604	624	631	669	691
무형자산상각비	8	8	8	10	8
기타	-125	-279	95	248	248
운전자본감소(증가)	105	2,183	-362	-1	-71
매출채권및기타채권의 감소(증가)	313	108	-1,156	26	88
재고자산감소(증가)	21	1,030	-1,970	42	142
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	239	381	1,971	-44	-151
기타	-467	664	793	-25	-150
법인세납부	31	39	-220	-115	-209
투자활동현금흐름	-1,052	-619	-368	-473	-457
금융자산감소(증가)	-225	-77	-26	0	0
유형자산감소(증가)	-821	-523	-317	-500	-500
무형자산감소(증가)	0	2	1	1	1
기타	-5	-22	-27	26	42
재무활동현금흐름	-164	-718	-416	-182	-280
단기금융부채증가(감소)	0	0	-200	0	0
장기금융부채증가(감소)	93	-474	131	100	150
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-29	-12	-117	-402	-289
기타	-227	-233	-230	120	-140
현금의 증가(감소)	-374	446	1,612	1,631	892
기초현금	665	291	737	2,349	3,980
기말현금	291	737	2,349	3,980	4,872
FCF	-52	1,494	1,881	1,492	1,046

자료 : S-Oil, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	24,394	16,830	27,298	27,025	26,092
매출원가	23,347	17,366	24,137	24,478	24,088
매출총이익	1,047	-537	3,160	2,547	2,004
매출총이익률 (%)	4.3	-3.2	11.6	9.4	7.7
판매비와관리비	627	563	752	824	795
영업이익	420	-1,099	2,409	1,724	1,209
영업이익률 (%)	1.7	-6.5	8.8	6.4	4.6
비영업손익	-310	-69	-376	-359	-346
순금융비용	169	146	129	112	99
외환관련손익	-111	132	-3	-3	-3
관계기업투자등 관련손익	3	4	5	5	5
세전계속사업이익	110	-1,168	2,032	1,365	863
세전계속사업이익률 (%)	0.5	-6.9	7.5	5.1	3.3
계속사업법인세	45	-372	530	330	209
계속사업이익	65	-796	1,502	1,035	654
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	65	-796	1,502	1,035	654
순이익률 (%)	0.3	-4.7	5.5	3.8	2.5
지배주주	65	-796	1,502	1,035	654
지배주주귀속 순이익률(%)	0.27	-4.73	5.5	3.83	2.51
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	57	-802	1,507	1,039	659
지배주주	57	-802	1,507	1,039	659
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,033	-468	3,048	2,402	1,908

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-4.2	-31.0	62.2	-1.0	-3.5
영업이익	-34.3	적전	흑전	-28.4	-29.9
세전계속사업이익	-66.7	적전	흑전	-32.9	-36.8
EBITDA	3.8	적전	흑전	-21.2	-20.6
EPS(계속사업)	-74.6	적전	흑전	-31.1	-36.8
수익성 (%)					
ROE	1.0	-13.1	23.6	14.0	8.3
ROA	0.4	-5.0	8.3	4.9	3.0
EBITDA마진	4.2	-2.8	11.2	8.9	7.3
안정성 (%)					
유동비율	97.9	76.1	104.1	121.0	131.0
부채비율	151.4	176.1	191.5	183.5	177.0
순차입금/자기자본	94.4	88.1	43.0	19.5	9.5
EBITDA/이자비용(배)	5.7	-3.0	22.9	17.4	13.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	561	-6,827	12,883	8,872	5,610
BPS	55,715	48,733	60,657	66,122	69,291
CFPS	5,813	-1,414	18,366	14,690	11,609
주당 현금배당금	200	0	3,000	3,000	3,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	194.3	N/A	8.9	13.0	20.5
PER(최저)	143.1	N/A	5.3	7.7	12.2
PBR(최고)	2.0	1.9	1.9	1.7	1.7
PBR(최저)	1.4	1.0	1.1	1.0	1.0
PCR	16.4	-49.0	5.6	7.0	8.8
EV/EBITDA(최고)	18.1	-33.7	5.4	6.3	7.6
EV/EBITDA(최저)	14.9	-22.6	3.7	4.1	4.8