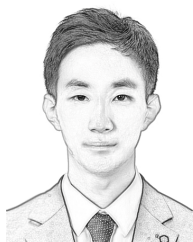


SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sk.co.kr

02-3773-8477

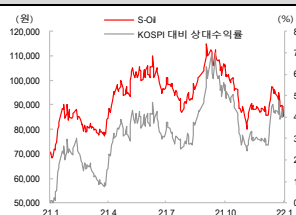
Company Data

자본금	2,915 억원
발행주식수	11,660 만주
자사주	18 만주
액면가	2,500 원
시가총액	96,033 억원
주요주주	
Aramco Overseas	63.44%
Company BV(외11)	
국민연금공단	7.73%
외국인지분률	77.90%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/01/27)	85,300 원
KOSPI	2614.49 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	115,000 원
52주 최저가	68,200 원
60일 평균 거래대금	301 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.4%	12.0%
6개월	-13.3%	7.2%
12개월	20.5%	43.9%

S-Oil (010950/KS | 매수(유지) | T.P 110,000 원(하향))

정유 본업의 능선

4분기 영업이익은 5,567 억원 기록해 컨센서스를 소폭 하회. Dubai 유 기준 유가는 3분기 \$71/bbl → 4분기 평균 \$78/bbl 로 상승해 재고관련이익 발생. 정제마진 상승까지 겹치며 정유 본업이 강세. 반면, 화학은 상대적 약세. 정유 정제마진은 강세 유효하나 등 정유 spread 의 빠른 개선으로 추가상승 여지가 이전 대비 축소된 것으로 판단. Valuation 은 기중평균 Target PBR 약 1.8 배를 부여해 목표주가 11 만원, 투자의견 매수를 제시

정유 본업의 견인

2021년 4분기 매출액과 영업이익은 각각 8.3 조원, 5,567 억원을 기록해 1/27 일 기준 컨센서스(6,079 억원) 대비 소폭 하회한 수준을 기록했다. Dubai 유 기준 유가는 3분기 \$71/bbl → 4분기 평균 \$78/bbl 로 상승돼 재고관련이익(전체 84 십억원)이 발생했다. 복합정제마진도 4분기 평균 \$6.8/bbl 까지 올라왔다. 운할기유는 9월 \$1,177/t 에서 12월 \$1,045/t 으로 조정되어 이익은 높았으나 QoQ 이익률은 약 7%p 감소했다. 수급 완화가 진행 중이다. 반면 화학은 PX/Benzene 의 spread 약세가 부담으로 작용했다.

정유 본업의 능선

미국의 원유 및 주요 제품 재고는 여전히 낮게 유지 중이며, 견조한 수요 감안 단기적인 원유 수급은 우호적이다. 다만, 활동성 지표인 Apple Mobility Index 이 계절적 요인에 추가 상승이 제한되고 있는 점은 수요 회복의 속도 측면에서 부담이다. OPEC 의 계획적인 공급 완화 속 드라이빙 시즌의 수급이 주요할 것으로 판단한다. 반면, 복합정제마진은 \$7/bbl 부근에서 높게 유지 중이다. 주요 제품들의 Dubai 유 대비 spread 가 빠르게 개선된 점을 감안 정제마진의 능선은 상단에 가까워졌다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 12.5 만원 → 11 만원 하향

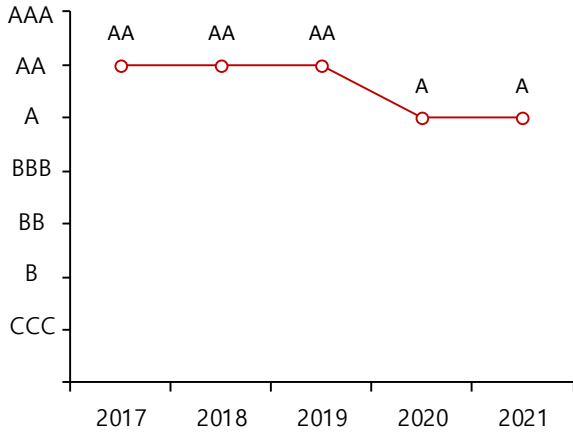
유가의 강세와 높은 정제마진 레벨이 긍정적이다. 투자의견은 매수를 유지한다. Valuation 은 운할기유 등의 수급 완화 및 spread 둔화를 감안 실적 추정치를 하향해 Target PBR 를 1.9 배에서 1.8 배로 조정했다. 따라서, 목표주가를 12.5 만원에서 11 만원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	254,633	243,942	168,297	274,639	283,648	255,460
yoy	%	21.9	-4.2	-31.0	63.2	3.3	-9.9
영업이익	억원	6,395	4,201	-10,991	23,064	13,446	10,166
yoy	%	-53.4	-34.3	적전	흑전	-41.7	-24.4
EBITDA	억원	9,948	10,325	-4,679	29,579	20,303	17,198
세전이익	억원	3,318	1,104	-11,678	20,434	10,961	7,801
순이익(지배주주)	억원	2,580	654	-7,961	15,004	8,308	5,913
영업이익률%	%	2.5	1.7	-6.5	8.4	4.7	4.0
EBITDA%	%	3.9	4.2	-2.8	10.8	7.2	6.7
순이익률	%	1.0	0.3	-4.7	5.5	2.9	2.3
EPS(계속사업)	원	2,213	561	-6,827	12,867	7,125	5,071
PER	배	44.2	169.8	N/A	6.7	12.0	16.8
PBR	배	1.8	1.7	1.4	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	배	17.1	16.6	-27.7	4.5	6.0	6.7
ROE	%	3.9	1.0	-13.1	23.6	11.5	7.8
순차입금	억원	56,863	61,320	50,058	30,770	18,070	11,660
부채비율	%	146.6	151.4	176.1	192.7	193.2	178.6

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)	44.1	A-	61.2
사회(Social)	66.2	A	71.9
지배구조(Governance)	56.6	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 2030 을 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. FCI 에 대한 지분투자 방식으로 진행. 또한 아람코와 블루 수소 영역에 대한 연구개발을 합의

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 4 사, 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 8 천 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) 유가의 단기 분위기

유가의 분위기가 1 월에 진입하며 다시 탄력을 받고 있다. Dubai 유 기준 12 월 말 \$70/bbl 중후반에 안착한 이후 재차 \$86/bbl 선까지 올라왔다. 미국 원유 재고는 4.16 억배럴로 낮은 레벨을 기록 중이다, 미국 주요 제품 별 재고도 부담이 낮다. OPEC 에서는 매월 40 만 배럴/일의 감산 완화가 진행 중이나, 단기 수급은 우호적이다.

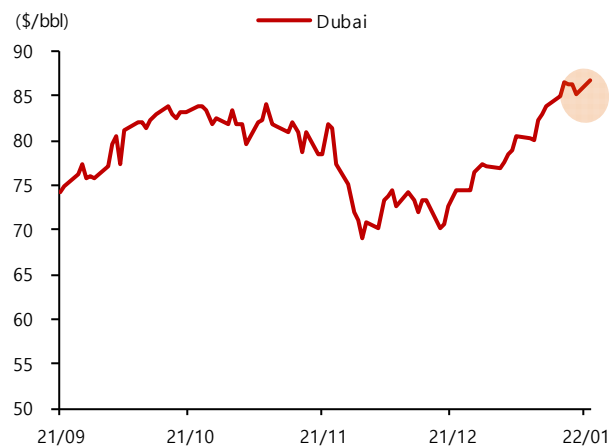
(2) 원유 공급과 수요의 속도

유가 강세의 배경에는 여러 변수들이 혼재해 있지만 공급 회복의 속도와 수요 회복의 속도 간의 차이를 중점으로 보고 있다. 공급은 OPEC 주도하에 순차적인 완화가 진행 중이다. 반면, 수요는 예상보다 빠르게 올라왔다. Apple Mobility Index(2020-01-13 =100) 기준 월평균 140 까지 상승했다. 최근엔 계절적 요인 등에 추가 상승은 제한돼 수요 상승의 속도는 완화된 모습이다. 우선적으로 드라이빙 시즌 수급이 주요할 전망이다.

(3) 정제마진의 능선

복합정제마진은 약 \$7/bbl 부근에서 움직이고 있다. 12 월 초 \$7/bbl 에 안착한 이후 유지 중이다. 제품 별 접근에서 가솔린-Dubai 유 spread 는 약 \$14/bbl 로 지난 계절적 강세 시점 보다는 안정화 되었으나 '19 년 평균보다는 여전히 높다. 반면, 등/경유도 빠르게 회복해 \$13~15/bbl 를 기록 중이다. '19 년 평균에 도달했고, '19 년 MAX 약 \$18/bbl 에 근접해 있다는 점에서 정제마진은 능선의 상단에 가까워졌다고 평가한다.

유가 추이



자료: Petronet, SK 증권

복합정제마진 추이



자료: Petronet, 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	8,291.1	93.7%	16.5%	16,829.7	27,463.9	28,364.8
영업이익	81.7	629.2	571.0	549.4	556.7	581.6%	1.3%	-1,099.1	2,306.4	1,344.6
영업이익률	1.9%	11.8%	8.5%	7.7%	6.7%	4.8%	-1.0%	-6.5%	8.4%	4.7%
세전이익	169.7	467.1	548.8	473.1	554.4	226.6%	17.2%	-1,167.8	2,043.4	1,096.1
세전이익률	4.0%	8.7%	8.2%	6.6%	6.7%	2.7%	0.0%	-6.9%	7.4%	3.9%
지배순이익	121.1	344.7	410.7	334.5	410.4	238.8%	22.7%	-796.1	1,500.4	830.8
지배주주순이익률	2.8%	6.4%	6.1%	4.7%	5.0%	2.1%	0.2%	-4.7%	5.5%	2.9%
사업부별 매출액										
정유	3,096	3,797	4,848	5,223	6,322	104.2%	21.0%	12,635	20,191	22,203
화학	822	1,021	1,203	1,183	1,250	52.0%	5.7%	2,862	4,657	4,143
윤활기유	362	526	659	711	719	98.8%	1.1%	1,332	2,616	2,019
사업부별 영업이익										
정유	-97.9	342.0	152.5	185.5	347.6	흑전	87.4%	-1,704.1	1,027.7	793.4
이익률	-3.2%	9.0%	3.1%	3.6%	5.5%	8.7%	1.9%	-13.5%	5.1%	3.6%
화학	70.3	98.3	134.0	75.1	-30.5	적전	적전	179.6	276.9	146.3
이익률	8.6%	9.6%	11.1%	6.4%	-2.4%	-11.0%	-8.8%	6.3%	5.9%	3.5%
윤활기유	109.2	188.9	284.5	288.8	239.6	119.4%	-17.0%	425.3	1,001.8	404.9
이익률	30.2%	35.9%	43.1%	40.6%	33.3%	3.1%	-7.3%	31.9%	38.3%	20.1%

자료: S-에, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위: 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	27,297.7	27,024.8	27,463.9	28,364.8	0.6%	5.0%
영업이익	2,408.5	1,723.7	2,306.4	1,344.6	-4.2%	-22.0%
영업이익률	8.8%	6.4%	8.4%	4.7%	-0.4%	-1.7%
세전이익	2,032.4	1,364.8	2,043.4	1,096.1	0.5%	-19.7%
세전이익률	7.4%	5.1%	7.4%	3.9%	0.0%	-1.2%
지배순이익	1,502.2	1,034.5	1,500.4	830.8	-0.1%	-19.7%
지배주주순이익률	5.5%	3.8%	5.5%	2.9%	0.0%	-0.9%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	9.6%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	5.3%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	3.9%
Beta	0.8
Calculated P/B	2.0
Target P/B	1.78
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	63,715
적정주가 (단위: 원)	113,689
Target Price (단위: 원)	110,000
현재주가(2022-01-27) (단위: 원)	85,300
상승여력	28.9%

자료 : SK 증권 추정

주 Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

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

Target ROE

	2020	4Q22E	4Q23E	4Q24E
ROE(지배주주지분)	-13.1%	11.5%	7.8%	7.5%
weight		0.50	0.30	0.20
Target ROE	9.6%			

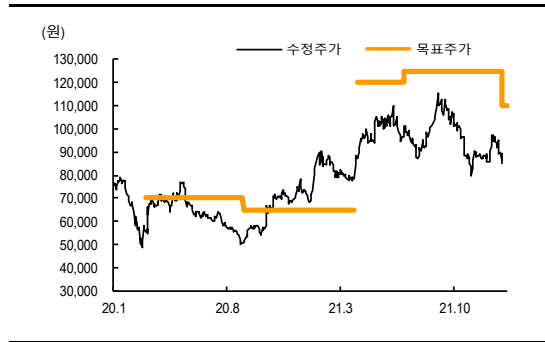
자료 : SK 증권 추정

Historical PBR



자료 SK 증권 추정

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.01.28	매수	110,000원	6개월		
2021.10.30	매수	125,000원	6개월	-23.54%	-8.00%
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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 1 월 28 일 기준)

매수	91.41%	중립	8.59%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	56,289	49,965	101,256	117,080	116,946
현금및현금성자산	2,910	7,374	25,586	38,935	46,546
매출채권및기타채권	15,626	13,534	26,217	27,076	24,386
재고자산	31,960	21,923	42,466	43,859	39,500
비유동자산	107,045	106,940	105,440	100,744	99,255
장기금융자산	983	941	602	602	602
유형자산	101,391	100,778	97,068	94,809	92,860
무형자산	1,013	988	921	812	718
자산총계	163,334	156,905	206,696	217,824	216,202
유동부채	57,487	65,651	101,278	103,730	96,059
단기금융부채	29,015	27,040	26,514	26,514	26,514
매입채무 및 기타채무	21,724	23,292	45,117	46,597	41,967
단기충당부채	36	29	29	29	29
비유동부채	40,881	34,429	34,802	39,800	42,538
장기금융부채	37,993	34,030	30,058	30,708	31,908
장기매입채무 및 기타채무	0	0	2,604	5,208	5,208
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	98,368	100,080	136,080	143,529	138,597
지배주주지분	64,966	56,825	70,616	74,295	77,605
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
자본잉여금	13,315	13,315	13,315	13,315	13,315
기타자본구성요소	-19	-19	-19	-19	-19
자기주식	-19	-19	-19	-19	-19
이익잉여금	48,482	40,357	54,191	57,918	61,276
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	64,966	56,825	70,616	74,295	77,605
부채외자본총계	163,334	156,905	206,696	217,824	216,202

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	8,417	17,843	22,375	20,258	14,926
당기순이익(손실)	654	-7,961	15,004	8,308	5,913
비현금성항목등	6,397	3,582	13,535	11,995	11,285
유형자산감가상각비	6,043	6,237	6,434	6,758	6,949
무형자산감가상각비	81	76	81	99	83
기타	-1,246	-2,791	-2,154	1,391	1,391
운전자본감소(증가)	1,051	21,830	-4,347	-348	-385
매출채권및기타채권의 감소(증가)	3,127	1,077	-11,808	-860	2,691
재고자산감소(증가)	207	10,300	-20,597	-1,393	4,359
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2,392	3,815	18,234	1,480	-4,631
기타	-4,674	6,639	9,824	425	-2,803
법인세납부	315	391	-1,816	302	-1,888
투자활동현금흐름	-10,516	-6,193	2,173	-4,226	-4,590
금융자산감소(증가)	-2,252	-767	3,307	0	0
유형자산감소(증가)	-8,211	-5,233	-1,138	-4,500	-5,000
무형자산감소(증가)	1	24	11	11	11
기타	-54	-217	-7	263	399
재무활동현금흐름	-1,637	-7,183	-6,342	-2,682	-2,726
단기금융부채증가(감소)	0	0	-1,000	0	0
장기금융부채증가(감소)	930	-4,740	-1,559	650	1,200
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-292	-117	-1,165	-4,582	-2,556
기타	-2,274	-2,326	-2,618	1,250	-1,370
현금의 증가(감소)	-3,735	4,464	18,211	13,349	7,611
기초현금	6,645	2,910	7,374	25,586	38,935
기말현금	2,910	7,374	25,586	38,935	46,546
FCF	-520	14,941	20,071	12,370	9,365

자료 : S-Oil, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	243,942	168,297	274,639	283,648	255,460
매출원가	233,468	173,662	245,382	263,869	239,591
매출총이익	10,474	-5,365	29,257	19,778	15,869
매출총이익률 (%)	4.3	-3.2	10.7	7.0	6.2
판매비외관리비	6,273	5,626	6,193	6,332	5,703
영업이익	4,201	-10,991	23,064	13,446	10,166
영업이익률 (%)	1.7	-6.5	8.4	4.7	4.0
비영업손익	-3,097	-687	-2,629	-2,485	-2,365
순금융비용	1,689	1,457	1,235	1,091	971
외환관련손익	-1,110	1,318	-35	-35	-35
관계기업투자등 관련손익	29	37	31	31	31
세전계속사업이익	1,104	-11,678	20,434	10,961	7,801
세전계속사업이익률 (%)	0.5	-6.9	7.4	3.9	3.1
계속사업법인세	449	-3,717	5,430	2,653	1,888
계속사업이익	654	-7,961	15,004	8,308	5,913
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	654	-7,961	15,004	8,308	5,913
순이익률 (%)	0.3	-4.7	5.5	2.9	2.3
지배주주	654	-7,961	15,004	8,308	5,913
지배주주귀속 순이익률(%)	0.27	-4.73	5.46	2.93	2.31
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	566	-8,024	14,956	8,261	5,866
지배주주	566	-8,024	14,956	8,261	5,866
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	10,325	-4,679	29,579	20,303	17,198

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-4.2	-31.0	63.2	3.3	-9.9
영업이익	-34.3	적전	흑전	-41.7	-24.4
세전계속사업이익	-66.7	적전	흑전	-46.4	-28.8
EBITDA	3.8	적전	흑전	-31.4	-15.3
EPS(계속사업)	-74.6	적전	흑전	-44.6	-28.8
수익성 (%)					
ROE	1.0	-13.1	23.6	11.5	7.8
ROA	0.4	-5.0	8.3	3.9	2.7
EBITDA마진	4.2	-2.8	10.8	7.2	6.7
안정성 (%)					
유동비율	97.9	76.1	100.0	112.9	121.7
부채비율	151.4	176.1	192.7	193.2	178.6
순차입금/자기자본	94.4	88.1	43.6	24.3	15.0
EBITDA/이자비용(배)	5.7	-3.0	22.6	15.0	12.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	561	-6,827	12,867	7,125	5,071
BPS	55,715	48,733	60,560	63,715	66,554
CFPS	5,813	-1,414	18,455	13,006	11,102
주당 현금배당금	200	0	4,000	2,400	2,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	194.3	N/A	8.9	13.7	19.2
PER(최저)	143.1	N/A	5.3	12.0	16.8
PBR(최고)	2.0	1.9	1.9	1.5	1.5
PBR(최저)	1.4	1.0	1.1	1.3	1.3
PCR	16.4	-49.0	4.6	6.6	7.7
EV/EBITDA(최고)	18.1	-33.7	5.6	6.6	7.5
EV/EBITDA(최저)	14.9	-22.6	3.8	6.0	6.7