

2022. 2. 18



▲ 정유/화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **100,000 원**

현재주가 (2.17) **85,200 원**

상승여력 **17.4%**

KOSPI 2,744.09pt

시가총액 95,921억원

발행주식수 11,258만주

유동주식비율 36.56%

외국인비중 77.87%

52주 최고/최저가 115,000원/77,400원

평균거래대금 320.4억원

주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 외 10 63.44

국민연금공단 7.73

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -9.0 -7.4 -5.3

상대주가 -4.1 6.1 8.1

주가그래프



S-Oil 010950

성장성에 의문, 단기 Trading 추가 영역

- ✓ 2022년 연간 영업이익 2.6조원으로 상고하자 흐름을 예상
- ✓ 2022년 당사의 전망은 WTI유가 80달러/배럴, 정제마진 7.7달러/배럴
- ✓ 하반기 유가 변동성 축소와 하방 압박이 클 점으로 정유업종 절대 매력 감소
- ✓ 경쟁사 대비 가시성 높은 성장동력원이 부재한 점은 De-rating 요소
- ✓ 투자의견 Buy는 유지하나, 적정주가는 10만원(PBR 1.4배 적용)으로 하향

2022년 연간 영업이익 2.6조원(+12.6% YoY)을 전망

동사의 연간 영업이익은 2.6조원으로 연간 이익 증익 기초가 유지되겠다. 당사는 2022년 연말 기준 WTI유가 80달러/배럴, 정제마진 7.7달러/배럴의 전망치를 유지한다. 연초 정제마진 개선된 정제마진과 유가 변동성 확대로 이익 흐름은 상고하저를 예상한다.

유가 변동성에 달린 정유 업황

현 시점의 유가는 원유 공급 차질 우려감으로 선물 대비 현물 가격이 높은 백워드 이션, 가격 변동성 확대 구간이다. 21년 Greenflation으로 촉발된 유가 강세는 22년 연초 지정학 Risk 우려감이 극대화된 점이다. 수요가 동반되지 않은 유가 강세인 점이다. (1) 유가 강세 장기화: 원가 부담으로 수익성에 부정적, (2) 유가 하향 안정화: 수익성에 다소 긍정적일 점이다. 연초 이후 개선된 정제마진 흐름에도 불구하고 현 시점 유가 불확실성을 감안 시, 정유업종에 대한 투자 매력도가 높은 구간은 아니다.

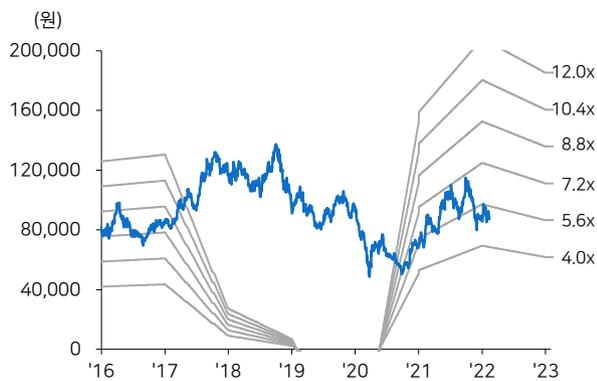
투자의견 Buy는 유지, 적정주가는 10만원으로 하향

(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
2021P	27,463.9	2,306.4	1,505.8	13,237	-287.2	60,649	6.5	1.4	4.4	23.6	186.1
2022E	33,403.9	2,597.8	1,971.6	17,346	31.0	72,762	4.9	1.2	2.9	25.3	148.6
2023E	31,562.5	2,307.7	1,758.0	15,438	-11.0	83,043	5.5	1.0	2.3	19.4	120.9

표1 S-Oil 분기별 실적 추정											
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액	5,344.8	6,711.0	7,117.0	8,291.1	8,266.0	8,481.2	8,330.7	8,326.0	27,463.9	33,403.9	31,562.5
정유	3,797.4	4,848.2	5,223.0	6,322.1	6,262.0	6,490.2	6,345.9	6,349.5	20,190.7	25,447.7	23,904.8
석유화학	1,021.1	1,203.3	1,182.8	1,250.1	1,362.0	1,375.6	1,383.2	1,388.5	4,657.3	5,509.4	5,459.0
유탄기유	526.3	659.5	711.2	718.8	642.0	615.4	601.5	588.0	2,615.8	2,446.9	2,198.6
영업이익	629.2	571.0	549.4	556.7	895.8	573.0	536.4	592.6	2,306.4	2,597.8	2,307.7
%OP	11.8%	8.5%	7.7%	6.7%	10.8%	6.8%	6.4%	7.1%	8.4%	7.8%	7.3%
정유	342.0	152.5	185.5	347.6	627.9	351.8	332.1	409.8	1,027.6	1,721.6	1,650.0
석유화학	98.3	134.0	75.1	-30.5	90.3	61.6	56.1	45.1	276.9	253.1	163.9
유탄기유	188.9	284.5	288.8	239.6	177.6	159.6	148.2	137.7	1,001.8	623.1	493.7
세전이익	467.1	548.8	473.1	554.4	905.2	589.3	553.8	580.5	2,043.4	2,628.8	2,356.0
순이익(지배주주)	344.7	410.7	334.6	415.8	678.9	442.0	415.4	435.4	1,505.8	1,971.6	1,758.0
%YoY											
매출액	2.8	94.4	82.5	93.7	54.7	26.4	17.1	0.4	63.2	21.6	-5.5
영업이익	흑전	흑전	흑전	581.6	42.4	0.3	-2.4	6.5	흑전	12.6	-11.2
세전이익	흑전	흑전	1,569.6	226.6	93.8	7.4	17.1	4.7	흑전	28.6	-10.4
순이익(지배주주)	흑전	흑전	1,004.7	243.2	96.9	7.6	24.2	4.7	흑전	30.9	-10.8
%QoQ											
매출액	24.9	25.6	6.0	16.5	-0.3	2.6	-1.8	-0.1			
영업이익	670.4	-9.2	-3.8	1.3	60.9	-36.0	-6.4	10.5			
세전이익	175.2	17.5	-13.8	17.2	63.3	-34.9	-6.0	4.8			
순이익(지배주주)	184.6	19.2	-18.5	24.3	63.3	-34.9	-6.0	4.8			

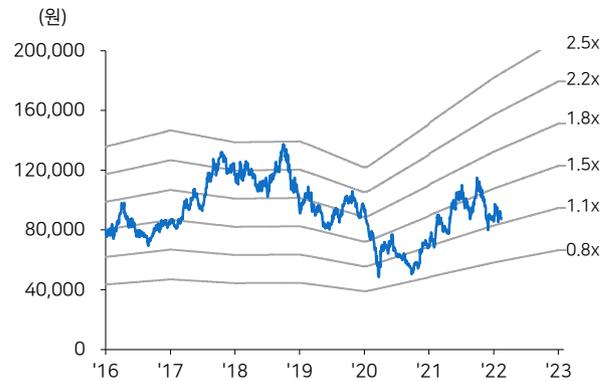
자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd PER 밴드 차트



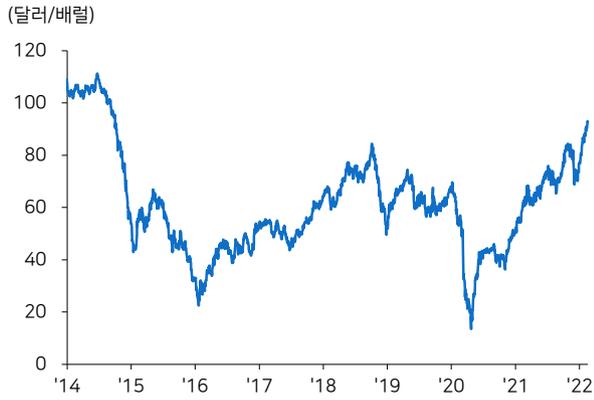
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드 차트



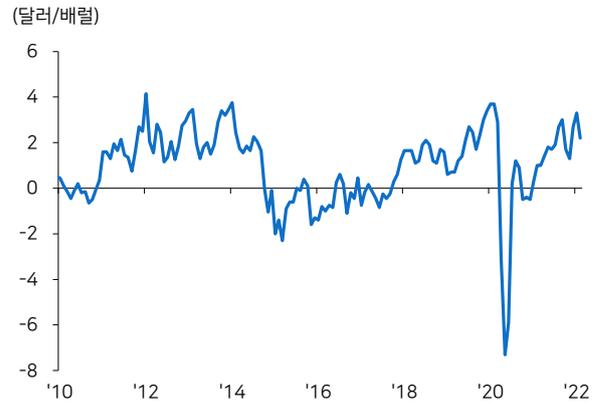
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 Dubai 유가 흐름



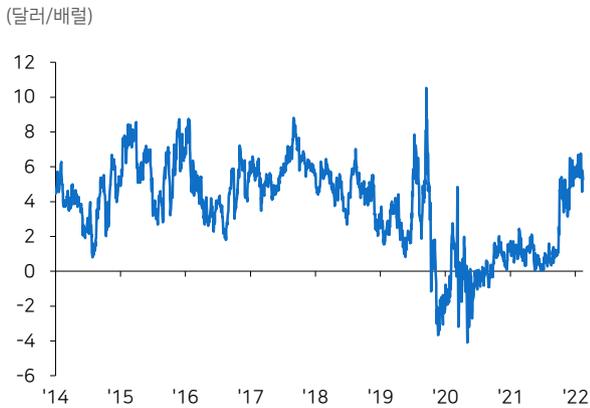
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림4 OSP 추이



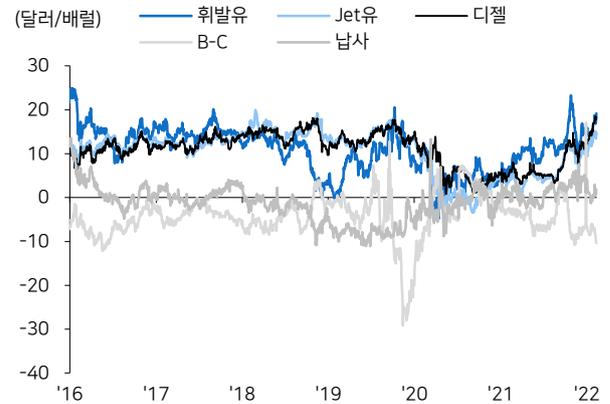
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 정제마진 추이



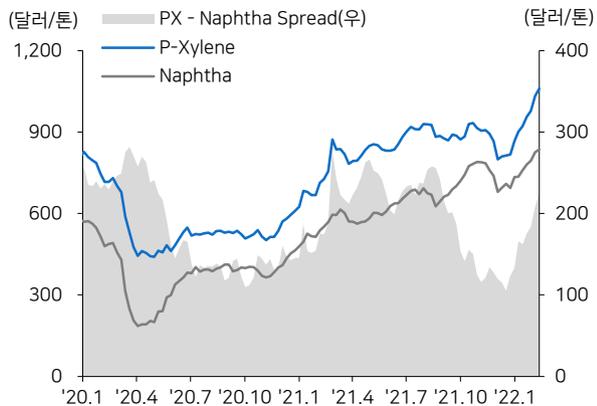
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 제품별 마진 흐름



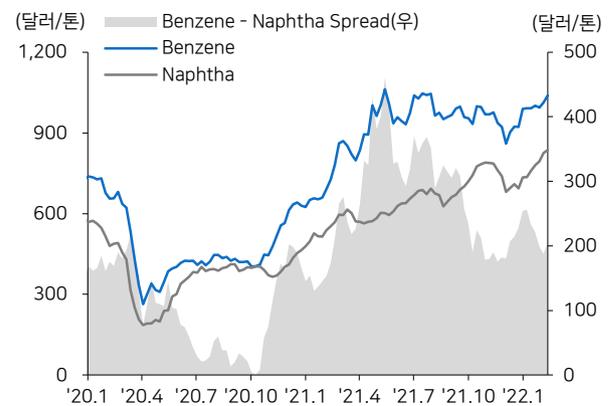
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림7 P-X 스프레드



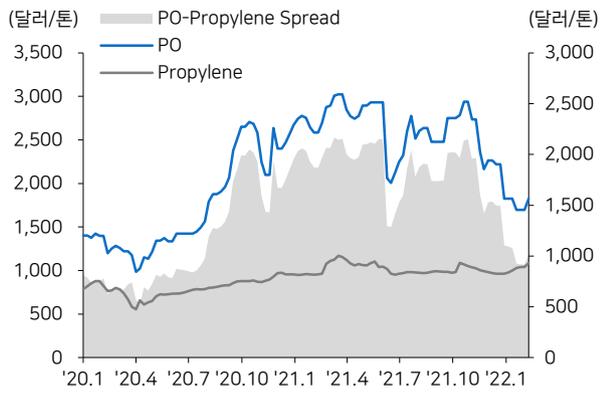
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림8 벤젠 스프레드



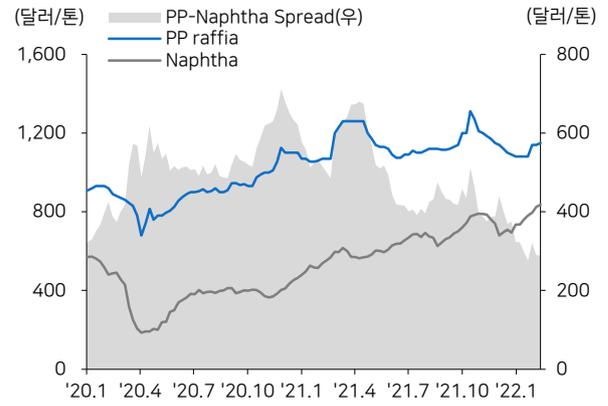
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림9 PO 스프레드



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림10 PP 스프레드



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

S-Oil (010950)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	24,394.2	16,829.7	27,463.9	33,403.9	31,562.5
매출액증가율 (%)	-4.2	-31.0	63.2	21.6	-5.5
매출원가	23,346.8	17,366.2	24,584.2	30,280.2	28,757.7
매출총이익	1,047.4	-536.5	2,879.8	3,123.8	2,804.8
판매관리비	627.3	562.6	573.4	526.0	497.2
영업이익	420.1	-1,099.2	2,306.4	2,597.8	2,307.7
영업이익률	1.7	-6.5	8.4	7.8	7.3
금융손익	-242.1	-36.2	-176.1	44.0	61.3
중속/관계기업손익	2.6	3.7	4.4	12.0	0.0
기타영업외손익	-70.2	-36.1	-91.2	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	110.4	-1,167.8	2,043.4	2,628.8	2,344.0
법인세비용	44.9	-371.7	537.6	657.2	589.0
당기순이익	65.4	-796.1	1,505.8	1,971.6	1,767.0
지배주주지분 순이익	65.4	-796.1	1,505.8	1,971.6	1,758.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,628.9	4,996.6	9,907.4	10,967.6	11,726.2
현금및현금성자산	291.0	737.4	2,403.9	4,385.1	5,486.9
매출채권	1,312.3	1,196.3	2,278.3	2,287.9	2,168.6
재고자산	3,196.0	2,192.3	4,251.5	4,269.4	4,046.8
비유동자산	10,704.5	10,694.0	10,323.4	10,128.1	9,663.7
유형자산	10,139.1	10,077.8	9,758.0	9,569.4	9,118.5
무형자산	101.3	98.8	92.5	85.2	78.4
투자자산	128.6	125.7	129.5	130.0	123.2
자산총계	16,333.4	15,690.5	20,230.8	21,095.7	21,390.0
유동부채	5,748.7	6,565.1	10,285.8	9,818.0	8,917.5
매입채무	1,655.2	2,003.6	3,881.1	3,897.5	3,694.3
단기차입금	2,319.7	1,875.6	2,260.1	2,220.1	2,220.1
유동성장기부채	505.4	739.8	444.9	244.9	244.9
비유동부채	4,088.1	3,442.9	2,873.0	2,793.4	2,789.3
사채	2,835.5	3,194.6	2,795.8	2,715.8	2,715.8
장기차입금	719.3	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	9,836.8	10,008.0	13,158.8	12,611.4	11,706.8
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	26.3	26.3	26.3
이익잉여금	4,848.2	4,035.7	5,424.5	6,836.9	8,035.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,496.6	5,682.5	7,072.0	8,484.4	9,683.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	679.5	1,631.0	2,068.7	4,074.4	3,310.5
당기순이익(손실)	65.4	-796.1	1,505.8	1,971.6	1,758.0
유형자산상각비	604.3	623.7	682.2	988.6	1,450.9
무형자산상각비	8.1	7.6	8.0	7.3	6.7
운전자본의 증감	105.1	2,183.0	-520.7	952.9	-53.7
투자활동 현금흐름	-1,069.5	-635.6	75.8	-788.7	-991.9
유형자산의증가(CAPEX)	-827.3	-547.1	-378.8	-800.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	-5.6	6.6	0.6	11.5	6.8
재무활동 현금흐름	16.5	-548.7	-478.6	-1,304.5	-1,216.9
차입금의 증감	288.0	-593.8	-504.6	-579.3	-509.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-373.5	446.4	1,666.4	1,981.3	1,101.7
기초현금	664.5	291.0	737.4	2,403.9	4,385.1
기말현금	291.0	737.4	2,403.9	4,385.1	5,486.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	216,678	149,487	243,944	296,705	280,349
EPS(지배주주)	574	-7,072	13,237	17,346	15,438
CFPS	6,263	-3,889	25,646	33,564	35,087
EBITDAPS	9,171	-4,156	26,616	31,920	33,444
BPS	55,715	48,733	60,649	72,762	83,043
DPS	200	0	4,000	4,800	5,100
배당수익률(%)	0.2	0.0	4.7	5.6	6.0
Valuation(Multiple)					
PER	166.2	-9.8	6.5	4.9	5.5
PCR	15.2	-17.8	3.3	2.5	2.4
PSR	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
PBR	1.7	1.4	1.4	1.2	1.0
EBITDA	1,032.5	-467.9	2,996.5	3,593.7	3,765.2
EV/EBITDA	16.5	-27.7	4.4	2.9	2.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.0	-13.1	23.6	25.3	19.4
EBITDA 이익률	4.2	-2.8	10.9	10.8	11.9
부채비율	151.4	176.1	186.1	148.6	120.9
금융비용부담률	0.7	0.9	0.0	0.5	0.5
이자보상배율(x)	2.3	-7.0	15.7	15.5	15.5
매출채권회전율(x)	16.5	13.4	15.8	14.6	14.2
재고자산회전율(x)	7.7	6.2	8.5	7.8	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	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 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)	
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	-20.9	-4.2	
2022.02.18	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-	-	