

2022. 7. 29



▲ 이차전지/석유화학

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

RA **이지호**
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 115,000 원

현재주가 (7.28) 91,300 원

상승여력 26.0%

KOSPI	2,435.27pt
시가총액	102,788억원
발행주식수	11,258만주
유동주식비율	36.56%
외국인비중	83.02%
52주 최고/최저가	121,500원/79,900원
평균거래대금	432.9억원

주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 외 8	63.43
국민연금공단	7.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.5	1.4	-9.6
상대주가	-15.9	10.9	20.2

주가그래프



S-Oil 010950

업황 Peak-out 우려 당장은 아닐 것

- ✓ 2Q22 Review: 영업이익 1.7조원(정유 1.4조원, 화학 180억원, 윤활 2,588억원)
- ✓ (1) 22년 연말 WTI유가 95~100달러/배럴 전망, (2) 정제마진 15달러/배럴을 전망
- ✓ 22년 연간 영업이익 4.9조원, 예상 DPS 9,800원(시가배당률 10.5%)
- ✓ 2022년 연간 정유업황을 긍정적으로 전망: 비탄력적 공급의 역설적 수혜는 여전히 낮아진 주가 레벨을 기회 삼아 투자의견 Buy, 적정주가 11.5만원 유지

2Q22 Review: 예고된 이익 서프라이즈(유가, 수익성)

동사의 2Q22 영업이익은 1.7조원을 기록, 유가상승(+12% QTD)의 재고이익 발생(+3,579억원) 효과가 반영되었다. (1) 정유부문은 영업이익 1.4조원: 타이트한 공급여건으로 정제마진은 +173% QoQ 개선, (2) 석유화학 영업이익은 흑자전환: 주력 제품들의 스프레드는 P-X +86% QoQ, 벤젠 +78% QoQ 개선, (3) 윤활기유 역시 견고한 수익성을 달성했다.

분기별 이익 하향 안정화는 불가피, 그럼에도 업황은 여전히 긍정적

올 하반기 정유업 전망 '비탄력적 공급의 역설적 수혜'를 유지한다. Macro 대외변수 불확실성/연료 대전환 등 비관적 수요 전망으로 정제설비 신규 투자가 부재했던 점이 현재 업황에 긍정적으로 작용했다. Covid-19 이전 수준으로의 수요 회복/낮아진 재고량/공급여력으로 정유업의 타이트한 공급여건은 지속되겠다.

3Q22 영업이익은 9,971억원을 추정, 단기 수요 부진 우려 하락한 유가/정제마진(-36% QoQ)을 반영했다. 연말 WTI유가 95달러/배럴 및 정제마진 15달러/배럴을 적용한 22년 연간 영업이익 추정은 4.0조원이다. 배당성향 33%를 감안한 DPS는 9,800원으로 전망, 시가배당률 10.5%로 배당매력이 높다.

Peak-out의 비관적 전망으로 낮아진 주가 수준, 현재는 매수로 대응 필요

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2021	27,463.9	2,140.9	1,378.5	12,114	-271.3	59,929	7.1	1.4	4.9	21.8	167.5
2022E	39,663.1	4,885.0	3,291.4	28,898	138.5	80,765	3.2	1.1	2.0	40.1	133.0
2023E	34,922.4	2,466.2	1,936.5	17,000	-41.2	87,585	5.4	1.0	2.6	19.7	113.1
2024E	31,504.3	2,111.2	1,675.9	14,719	-13.4	96,163	6.2	0.9	2.5	15.6	92.3

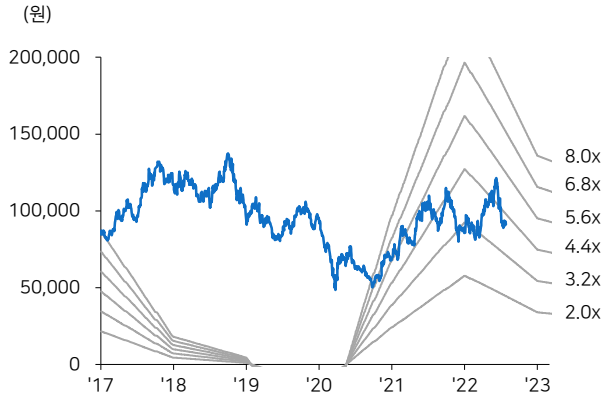
(십억원)	2Q22P	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	11,442.4	6,711.0	70.5	9,287.0	23.2	11,407.4	0.3
영업이익	1,722.0	571.0	201.6	1,332.0	29.3	1,440.8	19.5
세전이익	1,399.4	548.8	155.0	1,195.9	17.0	1,345.9	4.0
순이익(지배주주)	1,014.2	410.7	146.9	870.8	16.5	999.6	1.5
영업이익률(%)	15.0	8.5		14.3		12.6	
순이익률(%)	8.9	6.1		9.4		8.8	

자료: S-OIL, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	9,287.0	11,442.4	9,570.5	9,363.2	8,761.3	8,720.4	8,747.9	8,692.8	39,663.1	34,922.4	31,504.3
정유	7,179.1	9,252.1	7,598.7	7,400.0	6,859.8	6,822.2	6,857.4	6,771.3	31,429.9	27,310.7	23,825.2
석유화학	1,366.2	1,302.3	1,370.2	1,375.2	1,337.9	1,344.0	1,345.5	1,385.6	5,413.9	5,413.0	5,623.5
유탄기유	741.7	888.0	601.5	588.0	563.6	554.2	545.0	535.9	2,819.2	2,198.6	2,055.7
영업이익	1,332.0	1,722.0	997.1	834.0	709.6	642.0	615.4	499.2	4,885.0	2,466.2	2,111.2
%OP	14.3%	15.0%	10.4%	8.9%	8.1%	7.4%	7.0%	5.7%	12.3%	7.1%	6.7%
정유	1,202.2	1,445.1	781.4	618.9	495.0	425.2	396.2	245.8	4,047.6	1,562.2	1,198.2
석유화학	-65.6	18.0	67.5	77.4	86.3	89.5	97.5	137.1	97.2	410.3	500.7
유탄기유	195.3	258.9	148.2	137.7	128.2	127.3	121.7	116.4	740.1	493.7	412.3
세전이익	1,195.9	1,399.4	1,055.1	772.9	762.6	700.0	673.4	446.0	4,423.3	2,582.0	2,234.5
순이익(지배주주)	870.8	1,014.2	791.3	579.7	572.0	525.0	505.0	334.5	3,256.0	1,936.5	1,694.7
%YoY											
매출액	73.8	70.5	34.5	12.9	-5.7	-23.8	-8.6	-7.2	44.4	-12.0	-9.8
영업이익	111.7	201.6	81.5	113.1	-46.7	-62.7	-38.3	-40.1	128.2	-49.5	-14.4
세전이익	156.0	155.0	123.0	98.7	-36.2	-50.0	-36.2	-42.3	135.5	-41.6	-13.5
순이익(지배주주)	152.6	146.9	136.5	100.9	-34.3	-48.2	-36.2	-42.3	136.2	-40.5	-12.5
%QoQ											
매출액	12.0	23.2	-16.4	-2.2	-6.4	-0.5	0.3	-0.6			
영업이익	240.4	29.3	-42.1	-16.4	-14.9	-9.5	-4.1	-18.9			
세전이익	207.4	17.0	-24.6	-26.7	-1.3	-8.2	-3.8	-33.8			
순이익(지배주주)	201.8	16.5	-22.0	-26.7	-1.3	-8.2	-3.8	-33.8			

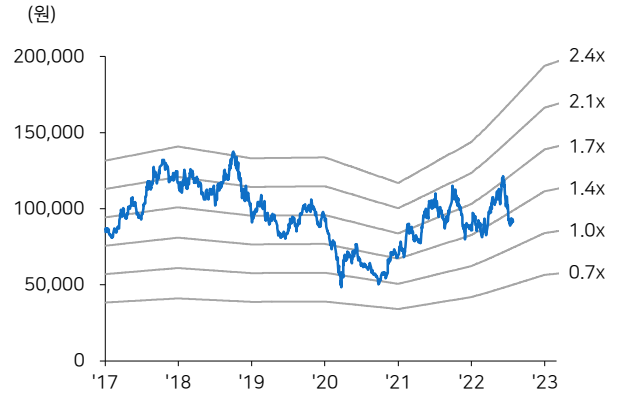
자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd PER 밴드 차트



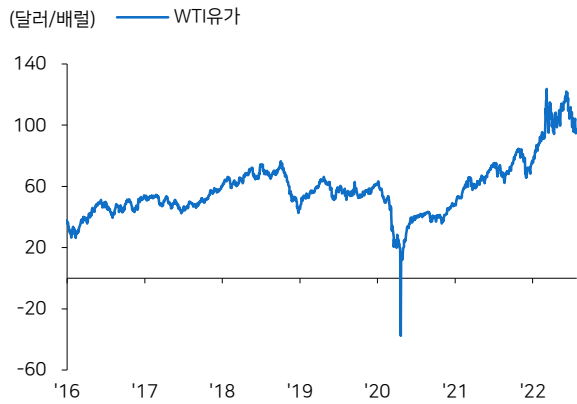
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 국제유가 추이



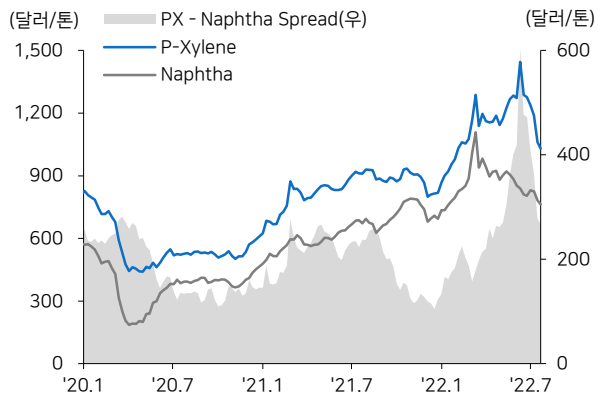
자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림4 정제마진 추이



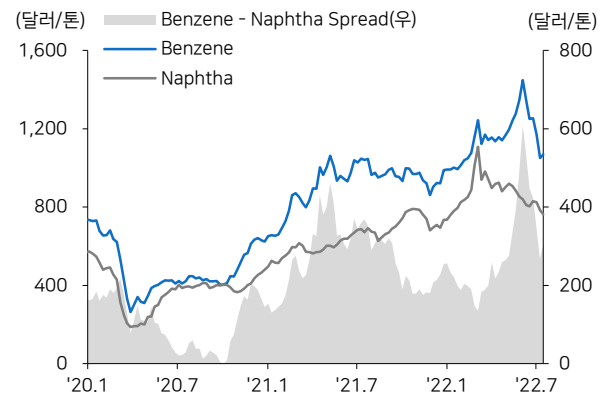
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 P-X 스프레드



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림6 벤젠 스프레드



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

S-Oil (010950)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	16,829.7	27,463.9	39,663.1	34,922.4	31,504.3
매출액증가율 (%)	-31.0	63.2	44.4	-12.0	-9.8
매출원가	17,366.2	24,695.2	34,163.0	31,906.2	28,897.2
매출총이익	-536.5	2,768.7	5,500.1	3,016.1	2,607.2
판매관리비	562.6	627.8	615.1	549.9	495.9
영업이익	-1,099.2	2,140.9	4,885.0	2,466.2	2,111.2
영업이익률	-6.5	7.8	12.3	7.1	6.7
금융손익	-36.2	-230.7	-38.9	128.8	136.3
중속/관계기업손익	3.7	1.8	43.7	12.0	12.0
기타영업외손익	-36.1	-34.0	-466.5	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	-1,167.8	1,878.0	4,423.3	2,582.0	2,234.6
법인세비용	-371.7	499.5	1,131.9	645.5	558.6
당기순이익	-796.1	1,378.5	3,291.4	1,936.5	1,675.9
지배주주지분 손이익	-796.1	1,378.5	3,291.4	1,936.5	1,675.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,996.6	8,377.4	11,854.7	12,110.4	12,295.4
현금및현금성자산	737.4	1,945.5	4,915.7	5,668.2	6,574.6
매출채권	1,196.3	1,971.0	2,364.4	2,195.1	1,949.3
재고자산	2,192.3	3,545.3	4,508.3	4,185.5	3,716.8
비유동자산	10,694.0	10,315.8	10,088.5	9,648.1	9,266.5
유형자산	10,077.8	9,564.8	9,418.7	8,989.2	8,620.6
무형자산	98.8	108.4	104.1	98.4	92.9
투자자산	125.7	134.2	73.1	67.9	60.3
자산총계	15,690.5	18,693.2	21,943.2	21,758.5	21,561.9
유동부채	6,565.1	8,505.0	9,081.8	8,122.0	6,954.4
매입채무	2,003.6	3,075.8	3,473.5	3,224.8	2,863.7
단기차입금	1,875.6	2,358.9	2,775.4	2,775.4	2,775.4
유동성장기부채	739.8	459.9	80.0	80.0	80.0
비유동부채	3,442.9	3,200.2	3,443.9	3,423.7	3,394.4
사채	3,194.6	2,736.1	2,955.5	2,955.5	2,955.5
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	10,008.0	11,705.2	12,525.6	11,545.7	10,348.8
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	379.2	379.2	379.2
기타포괄이익누계액	25.6	33.2	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	4,035.7	5,333.7	8,748.8	9,544.0	10,544.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,682.5	6,988.0	9,417.6	10,212.8	11,213.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,631.0	1,477.2	4,330.1	3,459.1	3,137.9
당기순이익(손실)	-796.1	1,378.5	3,291.4	1,936.5	1,675.9
유형자산상각비	623.7	644.0	887.6	1,429.5	1,368.6
무형자산상각비	7.6	7.8	6.0	5.7	5.4
운전자본의 증감	2,183.0	-966.7	-266.3	18.2	26.4
투자활동 현금흐름	-635.6	196.6	-740.5	-978.0	-973.5
유형자산의증가(CAPEX)	-547.1	-272.0	-714.2	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	6.6	-6.7	69.3	17.2	19.6
재무활동 현금흐름	-548.7	-466.1	-618.8	-1,728.6	-1,258.1
차입금의 증감	-593.8	-262.9	62.6	-506.0	-508.8
자본의 증가	0.0	0.0	-952.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	446.4	1,208.1	2,970.2	752.5	906.4
기초현금	291.0	737.4	1,945.5	4,915.7	5,668.2
기말현금	737.4	1,945.5	4,915.7	5,668.2	6,574.6

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	149,487	243,944	352,301	310,193	279,832
EPS(지배주주)	-7,072	12,114	28,898	17,000	14,719
CFPS	-3,889	23,332	48,628	36,297	32,600
EBITDAPS	-4,156	24,806	51,328	34,654	30,957
BPS	48,733	59,929	80,765	87,585	96,163
DPS	0	3,800	9,800	5,800	4,800
배당수익률(%)	0.0	4.4	10.7	6.4	5.3
Valuation(Multiple)					
PER	-9.8	7.1	3.2	5.4	6.2
PCR	-17.8	3.7	1.9	2.5	2.8
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	1.4	1.4	1.1	1.0	0.9
EBITDA	-467.9	2,792.8	5,778.7	3,901.5	3,485.2
EV/EBITDA	-27.7	4.9	2.0	2.6	2.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-13.1	21.8	40.1	19.7	15.6
EBITDA 이익률	-2.8	10.2	14.6	11.2	11.1
부채비율	176.1	167.5	133.0	113.1	92.3
금융비용부담률	0.9	0.4	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	-7.0	19.5	54.8	30.4	28.7
매출채권회전율(x)	13.4	17.3	18.3	15.3	15.2
재고자산회전율(x)	6.2	9.6	9.8	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	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	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

