

S-Oil

010950

Jul 28, 2021

Buy

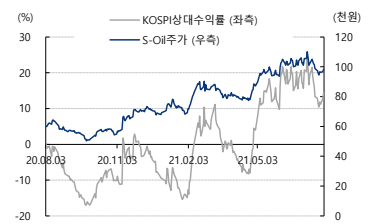
TP 150,000 원

유지

Company Data

현재가(07/27)	98,400 원
액면가(원)	2,500 원
52 주 최고가(보통주)	110,000 원
52 주 최저가(보통주)	50,300 원
KOSPI (07/27)	3,232.53p
KOSDAQ (07/27)	1,046.55p
자본금	2,915 억원
시가총액	113,094 억원
발행주식수 (보통주)	11,258 만주
발행주식수 (우선주)	402 만주
평균거래량 (60 일)	42.5 만주
평균거래대금 (60 일)	431 억원
외국인자본 (보통주)	77.74%
주요주주	
Aramco Overseas Company BV 외 11 인	63.44%
국민연금공단	7.73%

Price & Relative Performance



주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.4	39.0	60.8
상대주가	-3.3	34.3	10.3



정유화학 위정원

3771-9730, jungwon.wee@iprovest.com

2Q21 Review: 분명한 방향성

2Q21 영업이익 5,710억원으로 실적 서프라이즈 기록

S-Oil의 2Q21 영업이익은 5,710억원으로 시장 컨센서스 4,650억원을 +23% 상회함. 영업이익 개선의 가장 큰 주역은 유회기유 사업부문으로 영업이익 2,845억원(QoQ +50.6%)을 기록했음. 참고로 아시아 유회기유 그룹3의 2Q21 평균 스프레드는 913.2달러/톤으로 QoQ +44.8%, YoY +70.6% 상승함(도표6). 화학 사업 부문의 영업이익은 1,340억원으로 QoQ +36.4%를 기록. PP는 코로나 재확산 및 신규 공급 물량 증가로 스프레드가 소폭 하락하였으나, PO는 차량 및 가전제품용 폴리올 수요 강세에 힘입어 견조한 스프레드를 유지. 반면 정유 사업부의 영업이익은 1,525억원을 기록하며 QoQ -55.4% 감소함. 이는 전 분기대비 재고평가이익 감소(1Q21 2,300억원 → 2Q21 1,200억원)에 따른 착시 효과로 휘발유와 경유 마진은 전분기 대비 상승했음.

3Q21 Preview: 정상적 이익 체력 회복 시작

3분기 정유 부문의 예상 영업이익은 1,320억원으로 2분기 재고평가이익 1,200억원 제외시 QoQ 성장이 예상됨. 하반기 원유 가격은 70~75달러 내에서 보험세를 보일 것으로 예상. 따라서 3분기 이후 축소될 재고평가이익을 감안 시 정유 부문의 이익 회복 도입부 판단. 화학 부문은 신규 증설에 따라 PP/PO 스프레드가 전분기 대비 소폭 하향될 것으로 전망.

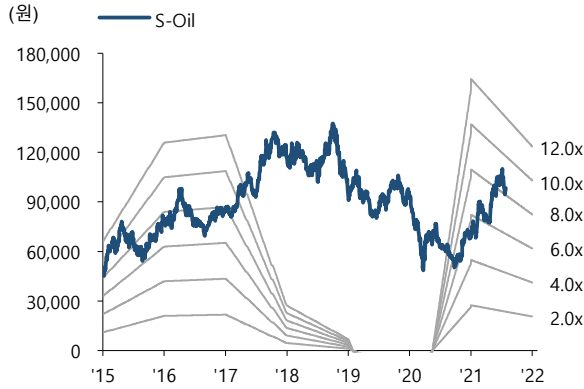
하반기 실적 불확실성을 타파하는 유회기유 사업부문

유회기유의 마진 강세 요인은 코로나로 인한 정제 설비 가동률 하락과 정기 보수에 따른 공급 감소에 기인. 3분기 이후 일부 설비 가동이 재개되지만, 하반기 중국과 인도의 배가스 규제에 따른 추가적 수요 상승이 예상됨. 중국은 '21년 7월부터 자동차 배출가스 기준 China 6a를 전면 시행함. 추가적으로 보다 엄격한 기준인 China 7b는 '23년 7월 1일부터 모든 차종에 시행될 예정임. '21년 연간 유회기유 예상 영업 이익은 1조 269억으로 40.4%의 영업이익률을 보일 것으로 예상. 투자 의견 BUY, 목표 주가 150,000원을 유지

Forecast earnings & Valuation

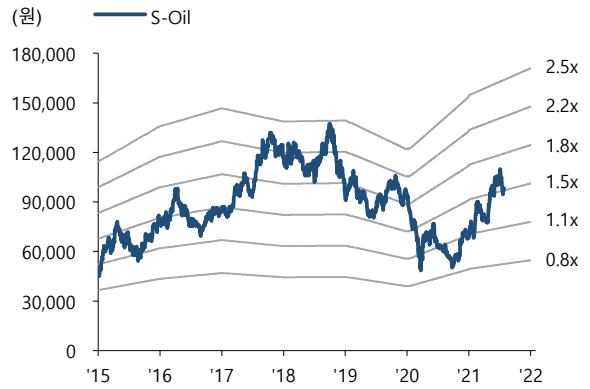
12결산(십억원)	2019.12	2020.12	2021.12E	2022.12E	2023.12E
매출액(십억원)	24,394	16,830	25,796	26,852	27,310
YoY (%)	-4.2	-31.0	53.3	4.1	1.7
영업이익(십억원)	420	-1,099	2,286	1,746	2,297
OP 마진 (%)	1.7	-6.5	8.9	6.5	8.4
순이익(십억원)	65	-796	1,544	1,159	1,569
EPS(원)	573	-7,072	13,710	10,295	13,932
YoY (%)	-74.7	적전	흑전	-24.9	35.3
PER(배)	166.2	-9.8	7.2	9.6	7.1
PCR(배)	15.2	-17.8	4.0	5.0	4.1
PBR(배)	1.7	1.4	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	16.5	-27.5	5.2	6.2	4.6
ROE (%)	1.0	-13.1	23.9	15.3	18.3

[도표 1] S-Oil 12M Fwd PER 밴드



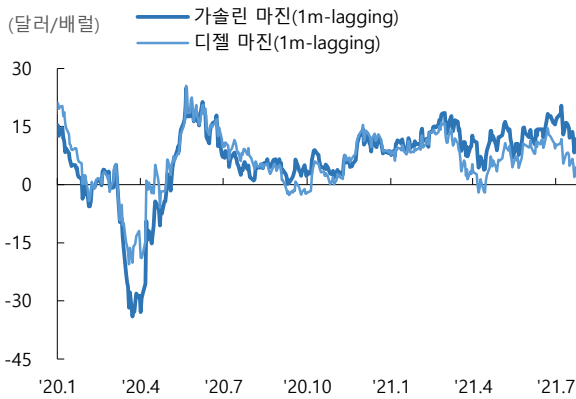
자료: S-Oil, 교보증권 리서치센터

[도표 2] S-Oil 12M Trailing PBR 밴드



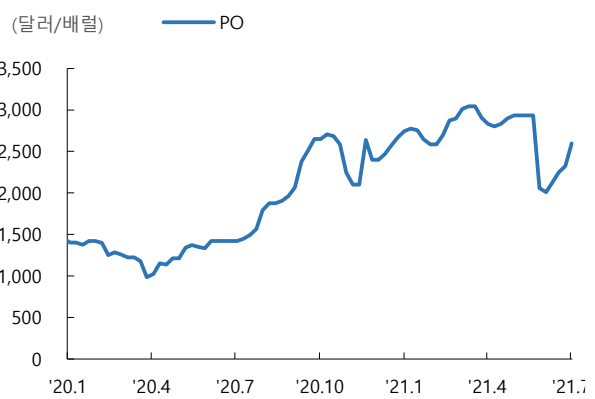
자료: S-Oil, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 정유 제품별 마진 추이



자료: Petronet, 교보증권 리서치센터

[도표 4] PO 가격 추이



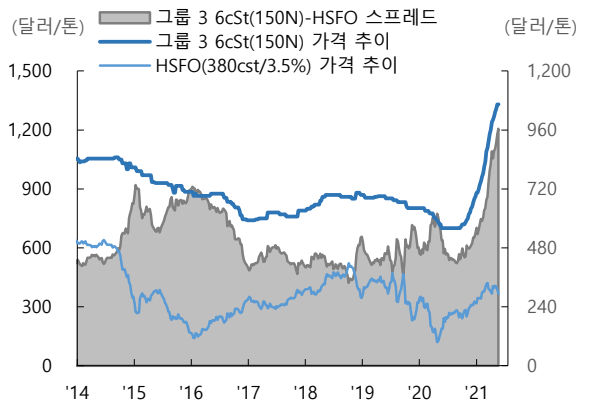
자료: 씨스캠, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 윤활유 그룹 2 가격 및 스프레드 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 윤활유 그룹 3 가격 및 스프레드 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] S-에 이익 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	5,198.4	3,451.8	3,899.2	4,280.3	5,344.8	6,711.0	6,808.4	6,931.3	16,829.7	25,795.5	26,851.4
정유	3,956.4	2,591.5	2,991.0	3,096.2	3,797.4	4,848.2	4,928.5	5,092.9	12,635.1	18,667.0	19,864.7
석유화학	808.1	589.1	642.5	822.4	1,021.1	1,203.3	1,200.2	1,165.6	2,862.1	4,590.1	4,347.7
윤활기유	433.9	271.3	265.6	361.7	526.3	659.5	679.8	672.8	1,332.5	2,538.4	2,639.0
영업이익	-1,007.3	-164.3	-9.3	81.7	629.2	571.0	521.4	564.3	-1,099.2	2,285.8	1,746.3
영업이익률(%)	-19.4%	-4.8%	-0.2%	1.9%	11.8%	8.5%	7.7%	8.1%	-6.5%	8.9%	6.5%
정유	-1,190.0	-358.7	-57.6	-89.7	342.0	152.5	132.0	201.2	-1,696.0	827.8	517.6
영업이익률(%)	-30.1%	-13.8%	-1.9%	-2.9%	9.0%	3.1%	2.7%	4.0%	-13.4%	4.4%	2.6%
석유화학	66.5	91.1	-48.3	72.7	98.3	134.0	111.8	87.2	182.0	431.3	189.4
영업이익률(%)	8.2%	15.5%	-7.5%	8.8%	9.6%	11.1%	9.3%	7.5%	6.4%	9.4%	4.4%
윤활기유	116.2	103.3	96.6	110.1	188.9	284.5	277.5	275.8	426.2	1,026.7	1,039.4
영업이익률(%)	26.8%	38.1%	36.4%	30.4%	35.9%	43.1%	40.8%	41.0%	32.0%	40.4%	39.4%
세전이익	-1,209.3	-156.5	28.3	169.8	467.1	548.8	504.1	566.3	-1,167.8	2,086.4	1,572.0
지배주주순이익	-880.6	-66.9	30.3	121.1	344.7	410.7	371.9	417.9	-796.1	1,545.3	1,163.3
% YoY											
매출액	-4.2	-44.8	-37.5	-33.9	2.8	94.4	74.6	61.9	-31.0	53.3	4.1
정유	-2.9	-48.2	-38.6	-38.9	-4.0	87.1	64.8	64.5	-33.5	47.7	6.4
석유화학	-18.1	-35.3	-33.2	-18.5	26.4	104.3	86.8	41.7	-26.0	60.4	-5.3
윤활기유	18.9	-21.2	-34.1	-10.4	21.3	143.1	155.9	86.0	-12.1	90.5	4.0
영업이익	적전	적지	적전	760.6	흑전	흑전	흑전	590.9	적전	흑전	-23.6
정유	적전	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	-37.5
석유화학	-54.9	2,069.0	적전	261.7	47.8	47.1	흑전	199	-27.5	137.0	-56.1
윤활기유	62.6	175.4	187.3	150.5	43.9	-7.3	-7.8	-10.1	95.1	140.9	1.2
세전이익	적전	적지	-61.7	126.9	흑전	흑전	1,678.6	233.6	적전	흑전	-24.7
지배주주순이익	적전	적지	-41.3	154.1	흑전	흑전	1,128.3	245.0	적전	흑전	-24.7
% QoQ											
매출액	-19.7	-33.6	13.0	9.8	24.9	25.6	1.5	1.8			
정유	-21.9	-34.5	15.4	3.5	22.6	27.7	1.7	3.3			
석유화학	-19.9	-27.1	9.1	28.0	24.2	17.8	-0.3	-2.9			
윤활기유	7.5	-37.5	-2.1	36.2	45.5	25.3	3.1	-1.0			
영업이익	적전	적지	적지	흑전	670.4	-9.2	-8.7	8.2			
정유	적지	적지	적지	적지	흑전	-55.4	-13.4	52.4			
석유화학	230.8	37.0	적전	흑전	35.2	36.3	-16.6	-22.0			
윤활기유	18.3	-11.1	-6.5	14.0	71.6	50.6	-2.5	-0.6			
세전이익	적전	적지	흑전	499.0	175.2	17.5	-8.2	12.4			
지배주주순이익	적전	적지	흑전	300.1	184.5	19.2	-9.4	12.4			

자료: S-에, 교보증권 리서치센터

[S-Oil 010950]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	24,394	16,830	25,796	26,852	27,310
매출원가	23,347	17,366	22,969	24,564	24,472
매출총이익	1,047	-537	2,826	2,287	2,838
매출총이익률 (%)	4.3	-3.2	11.0	8.5	10.4
판매비와관리비	627	563	540	541	541
영업이익	420	-1,099	2,286	1,746	2,297
영업이익률 (%)	1.7	-6.5	8.9	6.5	8.4
EBITDA	1,033	-468	2,862	2,272	2,777
EBITDA Margin (%)	4.2	-2.8	11.1	8.5	10.2
영업외손익	-310	-69	-201	-174	-170
관계기업손익	3	4	4	5	4
금융수익	163	416	217	252	284
금융비용	-406	-453	-348	-373	-389
기타	-70	-36	-75	-58	-69
법인세비용차감전순손익	110	-1,168	2,085	1,572	2,127
법인세비용	45	-372	541	413	559
계속사업순손익	65	-796	1,544	1,163	1,569
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	65	-796	1,544	1,163	1,569
당기순이익률 (%)	0.3	-4.7	6.0	4.3	5.7
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	65	-796	1,544	1,163	1,569
지배자이익률 (%)	0.3	-4.7	6.0	4.3	5.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-9	-6	-6	-6	-6
포괄순이익	57	-802	1,537	1,153	1,562
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	57	-802	1,537	1,153	1,562

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	679	1,631	2,144	2,340	2,741
당기순이익	65	-796	1,544	1,159	1,569
비현금항목의 가감	640	358	1,347	1,158	1,242
감가상각비	604	624	570	521	476
외환손익	-58	-135	11	-9	-22
지분법평가손익	-3	-4	-4	-5	-4
기타	96	-126	771	651	792
자산부채의 증감	105	2,183	-74	577	626
기타현금흐름	-131	-114	-673	-554	-696
투자활동 현금흐름	-1,069	-636	-400	-483	-529
투자자산	-225	-77	0	0	0
유형자산	-827	-547	-252	-300	-300
기타	-17	-12	-148	-183	-229
재무활동 현금흐름	16	-549	-165	642	144
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	93	-474	390	911	601
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-29	-12	0	-394	-394
기타	-47	-63	-555	125	-63
현금의 증감	-374	446	991	1,877	1,740
기초 현금	665	291	737	1,729	3,605
기말 현금	291	737	1,729	3,605	5,345
NOPLAT	249	-749	1,693	1,288	1,694
FCF	139	1,518	1,942	2,090	2,500

자료: S-Oil, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	5,629	4,997	7,846	10,046	12,048
현금및현금성자산	291	737	1,729	3,605	5,345
매출채권 및 기타채권	1,564	1,354	1,932	1,970	1,980
재고자산	3,196	2,192	3,360	3,498	3,558
기타유동자산	578	713	825	973	1,166
비유동자산	10,705	10,694	10,317	10,096	9,921
유형자산	10,139	10,078	9,760	9,539	9,363
관계기업투자금	30	32	36	41	45
기타금융투자자산	98	94	35	35	35
기타비유동자산	437	490	485	481	478
자산총계	16,333	15,691	18,163	20,143	21,970
유동부채	5,749	6,565	7,155	7,485	7,559
매입채무 및 기타채무	2,733	3,712	4,779	4,905	4,960
차입금	2,320	1,876	1,876	1,876	1,876
유동성채무	505	740	248	436	436
기타유동부채	191	238	252	269	288
비유동부채	4,088	3,443	3,800	4,684	5,263
차입금	719	0	390	1,301	1,902
사채	2,835	3,195	3,195	3,195	3,195
기타비유동부채	533	248	216	189	166
부채총계	9,837	10,008	10,955	12,169	12,822
지배자분	6,497	5,682	7,208	7,973	9,148
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,848	4,036	5,579	6,344	7,519
기타자본변동	-2	-2	-2	-2	-2
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	6,497	5,682	7,208	7,973	9,148
총차입금	6,624	6,018	5,886	6,958	7,538

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

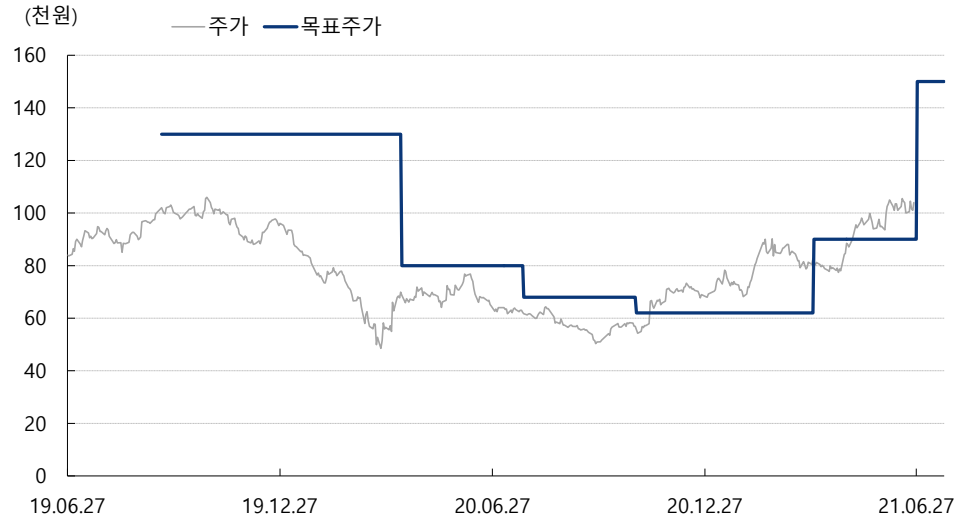
12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	573	-7,072	13,710	10,295	13,932
PER	166.2	-9.8	7.2	9.6	7.1
BPS	55,715	48,733	61,819	68,379	78,451
PBR	1.7	1.4	1.6	1.4	1.3
EBITDAPS	8,855	-4,013	24,543	19,488	23,818
EV/EBITDA	16.5	-27.5	5.2	6.2	4.6
SPS	216,678	149,487	229,125	238,505	242,579
PSR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
CFPS	1,195	13,017	16,656	17,927	21,442
DPS	200	0	3,500	3,500	3,500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	-4.2	-31.0	53.3	4.1	1.7
영업이익 증가율	-34.3	적전	흑전	-23.6	31.5
순이익 증가율	-74.6	적전	흑전	-24.9	35.3
수익성					
ROIC	2.0	-6.6	16.3	12.3	16.4
ROA	0.4	-5.0	9.1	6.1	7.4
ROE	1.0	-13.1	23.9	15.3	18.3
안정성					
부채비율	151.4	176.1	152.0	152.6	140.2
순차입금비율	40.6	38.4	32.4	34.5	34.3
이자보상배율	2.3	-7.0	14.7	9.5	11.5

S-Oil 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2019.09.16	Buy	130,000	-22.8	-20.8	2021.07.28	Buy	150,000		
2019.10.24	Buy	130,000	-27.3	-18.5					
2020.02.03	Buy	130,000	-34.9	-18.5					
2020.04.10	Trading Buy	80,000	-15.3	-4.0					
2020.07.24	Trading Buy	68,000	-15.3	-5.4					
2020.10.29	Trading Buy	62,000	19.7	45.5					
2021.03.31	Trading Buy	90,000							
2021.06.29	Buy	150,000							

자료: S-Oil, 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2021.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.0	3.3	1.7	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하