

# S-Oil (010950)

## 주가의 바닥에 대해 고민해야 하는 이유

### 4Q20 영업이익 흑자전환 성공. 석유화학/유탄기유 덕분

4Q20 영업이익은 931억원(QoQ 흑전, YoY +141%)으로 4개 분기 만에 흑자전환에 성공했다. 정유사업의 적자 확대에도 불구하고, 석유화학/유탄기유가 선방한 덕이다. 정유사업 영업이익은 -897억원으로 적자폭이 확대(QoQ -321억원)되었다. 전분기와 정제마진은 유사했으나, 재고관련이익이 축소된 영향이다. 화학 영업이익은 727억원(QoQ +1,210억원)으로 큰 폭 개선되었다. PO의 초강세에 더해, 벤젠/PP의 수익성이 호전된 영향이다. 유탄기유 영업이익은 1,101억원(QoQ +14%)로 개선되었다. 정기보수 종료 영향이다.

### 1Q21 영업이익 전분기와 유사한 수준 전망

1Q21 영업이익은 924억원(QoQ -1%, YoY 흑전)을 전망한다. 정유 영업이익은 -1,001억원을 전망한다. 정제마진은 전분기와 유사한 수준을, 재고관련이익은 소폭 감소로 가정했다. 화학 영업이익은 831억원(QoQ +14%)을 추정한다.

### 주가의 바닥을 고민해야 하는 이유

하나금융투자는 최근 약 3년 간 정유업 및 S-Oil에 대해 부정적인 견해를 제시해 왔으나, 작년 11/10일 백신 개발 소식에 투자자의견을 변경한 바 있다. 현 시점에서도 업황과 주가는 더 이상 하락하기 힘든 바닥권이라는 점을 강조하고 싶다. 당초, 의견이 부정적이었던 것은 1) 중국의 대규모 정제 설비 증설에 따른 순수출 확대로 역내 공급과잉 가능성이 높았고 2) PX 또한 공급과잉이 심각할 것으로 예상했기 때문이다. 하지만, 1-1) COVID-19에 따른 극심한 수요 절벽이 글로벌 한계 설비의 영구 폐쇄를 촉진시켰고, 향후 증설을 제한하는 요인으로 작용했다. 즉, 중국의 증설 위협을 상쇄할 정도의 설비 폐쇄가 나타나면서, 글로벌 수급밸런스가 개선될 여지가 생겨나고 있다. 최근 미국 가동률이 점진적으로 상향되는 점에 주목할 필요가 있다. 2-1) 2018~2020년에 걸친 중국의 대규모 PX 증설 사이클이 마무리 단계이며, 백신 보급으로 억눌린 의류 수요가 큰 폭으로 늘어날 수 있기 때문이다. 특히, S-Oil은 PO를 보유해 석유화학에 강점이 있다. 최악의 상황이 과거에 생각했던 부정적 변수를 바꾸기 때문에 항상 사이클은 반복되었다. 그런 관점에서 지금이 큰 그림에서의 바닥이라는 점을 기억할 필요가 있다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 95,000원 | CP(1월28일): 70,200원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,069.05
52주 최고/최저(원)	79,200/48,500
시가총액(십억원)	7,903.3
시가총액비중(%)	0.37
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	687,652.2
60일 평균 거래대금(십억원)	48.3
20년 배당금(예상, 원)	200
20년 배당수익률(예상, %)	0.29
외국인지분율(%)	75.98
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 10 인	63.45
국민연금공단	5.75
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.1 14.0 (8.1)
상대	(5.7) (16.2) (34.8)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	16,725.3	18,952.8
영업이익(십억원)	(1,109.4)	763.4
순이익(십억원)	(902.9)	438.5
EPS(원)	(7,710)	3,843
BPS(원)	47,881	51,126

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	25,463.3	24,394.2	16,829.8	17,926.6	18,892.9
영업이익	십억원	639.5	420.1	(1,087.8)	838.4	1,150.2
세전이익	십억원	331.8	110.4	(1,156.4)	515.8	824.9
순이익	십억원	258.0	65.4	(787.5)	392.0	627.0
EPS	원	2,213	561	(6,754)	3,362	5,377
증감율	%	(79.30)	(74.65)	적전	흑전	59.93
PER	배	44.15	169.88	(10.25)	20.88	13.06
PBR	배	1.76	1.71	1.42	1.35	1.23
EV/EBITDA	배	17.06	16.54	(17.45)	12.37	9.57
ROE	%	3.88	1.01	(12.92)	6.66	9.85
BPS	원	55,496	55,731	48,877	52,038	57,114
DPS	원	750	200	200	300	300



Analyst 윤재성  
02-3771-7567  
js.yoon@hanafn.com

표 1. S-Oil 4Q20 실적 Review

	4Q20F	3Q20	4Q19	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	4,280.4	3,899.2	6,476.2	-33.9	9.8	4,154.8	3.0
영업이익	93.0	-9.3	9.5	878.9	흑전	70.8	31.4
세전이익	181.2	28.3	74.8	142.2	540.3	N/A	N/A
순이익	129.7	30.3	47.7	171.9	328.1	64.0	102.7
영업이익률	2.2	-0.2	0.1	2.0	2.4	1.7	0.5
세전이익률	4.2	0.7	1.2	3.1	3.5	0.0	4.2
순이익률	3.0	0.8	0.7	2.3	2.3	1.5	1.5

자료: 하나금융투자

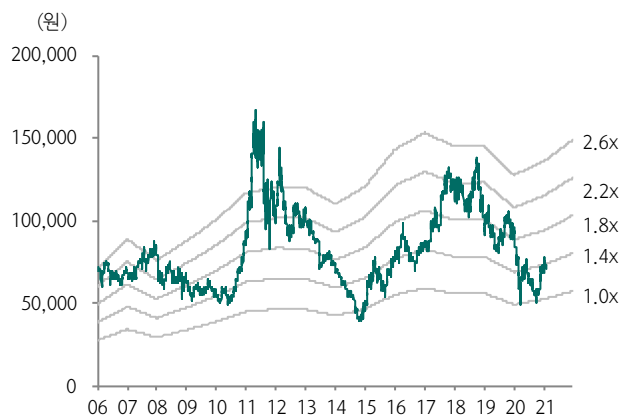
표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2020F			2021F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	16,829.8	16,513.2	1.9	17,926.6	16,636.3	7.8
영업이익	-1,087.8	-1,118.7	2.8	838.4	777.7	7.8
세전이익	-1,156.4	-1,323.0	12.6	515.8	454.4	13.5
순이익	-787.5	-899.7	12.5	392.0	345.4	13.5
영업이익률	-6.5	-6.8	0.3	4.7	4.7	0.0
세전이익률	-6.9	-8.0	1.1	2.9	2.7	0.1
순이익률	-4.7	-5.4	0.8	2.2	2.1	0.1

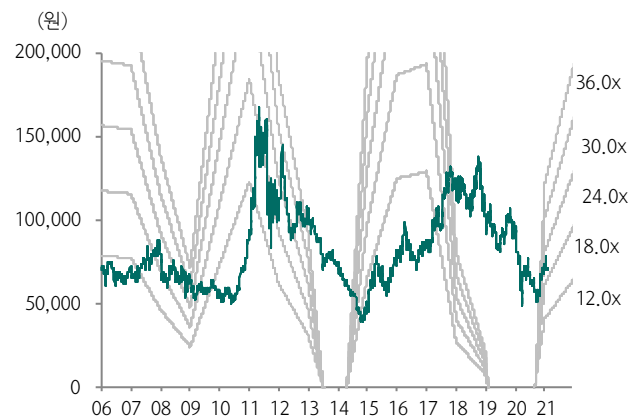
자료: 하나금융투자

그림 1. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 3. S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	FY2019	FY2020P	FY2021F	FY2022F
<b>매출액</b>	<b>5,198.4</b>	<b>3,451.9</b>	<b>3,899.2</b>	<b>4,280.3</b>	<b>4,327.4</b>	<b>4,413.1</b>	<b>4,557.9</b>	<b>4,628.2</b>	<b>24,394.3</b>	<b>16,829.8</b>	<b>17,926.6</b>	<b>18,892.9</b>
QoQ(%)	-19.7%	-33.6%	13.0%	9.8%	1.1%	2.0%	3.3%	1.5%				
YoY(%)	-4.2%	-44.8%	-37.5%	-33.9%	-16.8%	27.8%	16.9%	8.1%	-4.2%	-31.0%	6.5%	5.4%
정유부문	3,956.4	2,591.5	2,991.0	3,096.2	3,008.5	2,988.4	3,208.9	3,237.6	19,008.6	12,635.1	12,443.3	13,207.6
석유화학부문	808.1	589.1	642.5	822.4	924.8	1,018.7	930.7	956.1	3,869.6	2,862.1	3,830.4	3,856.2
윤활기유부문	433.9	271.3	265.6	361.7	394.1	406.0	418.2	434.5	1,516.0	1,332.5	1,652.9	1,829.1
<b>영업이익</b>	<b>-1,007.3</b>	<b>-164.3</b>	<b>-9.3</b>	<b>93.1</b>	<b>92.4</b>	<b>200.8</b>	<b>265.4</b>	<b>279.7</b>	<b>449.2</b>	<b>-1,087.8</b>	<b>838.4</b>	<b>1,150.2</b>
영업이익률(%)	-19.4%	-4.8%	-0.2%	2.2%	2.1%	4.6%	5.8%	6.0%	1.8%	-6.5%	4.7%	6.1%
QoQ(%)	적전	적지	적지	흑전	-0.7%	117.3%	32.2%	5.4%				
YoY(%)	적전	적지	적전	141.2%	흑전	흑전	흑전	200.5%	-34.0%	적전	흑전	37.2%
<b>정유부문</b>	<b>-1,190.0</b>	<b>-358.7</b>	<b>-57.6</b>	<b>-89.7</b>	<b>-100.1</b>	<b>2.2</b>	<b>50.2</b>	<b>59.7</b>	<b>-20.4</b>	<b>-1,696.0</b>	<b>12.0</b>	<b>275.7</b>
영업이익률(%)	-30.1%	-13.8%	-1.9%	-2.9%	-3.3%	0.1%	1.6%	1.8%	-0.1%	-13.4%	0.1%	2.1%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	2224.8%	19.0%				
YoY(%)	적전	적지	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	2199.9%
<b>석유화학부문</b>	<b>66.5</b>	<b>91.1</b>	<b>-48.3</b>	<b>72.7</b>	<b>83.1</b>	<b>87.0</b>	<b>101.3</b>	<b>102.8</b>	<b>251.2</b>	<b>182.0</b>	<b>374.3</b>	<b>393.1</b>
영업이익률(%)	8.2%	15.5%	-7.5%	8.8%	9.0%	8.5%	10.9%	10.8%	6.5%	6.4%	9.8%	10.2%
QoQ(%)	230.8%	37.0%	적전	흑전	14.3%	4.7%	16.4%	1.5%				
YoY(%)	-54.9%	2069.0%	적전	261.7%	25.0%	-4.5%	흑전	41.4%	-29.8%	-27.5%	105.6%	5.0%
<b>윤활기유부문</b>	<b>116.2</b>	<b>103.3</b>	<b>96.6</b>	<b>110.1</b>	<b>109.4</b>	<b>111.6</b>	<b>113.9</b>	<b>117.2</b>	<b>218.4</b>	<b>426.2</b>	<b>452.2</b>	<b>481.3</b>
영업이익률(%)	26.8%	38.1%	36.4%	30.4%	27.8%	27.5%	27.2%	27.0%	14.4%	32.0%	27.4%	26.3%
QoQ(%)	18.3%	-11.1%	-6.5%	14.0%	-0.6%	2.0%	2.0%	2.9%				
YoY(%)	327.2%	149.5%	87.2%	12.1%	-5.8%	8.1%	17.9%	6.4%	-15.7%	95.1%	6.1%	6.5%
<b>당기순이익</b>	<b>-880.6</b>	<b>-66.9</b>	<b>30.3</b>	<b>129.7</b>	<b>8.6</b>	<b>91.2</b>	<b>140.9</b>	<b>151.2</b>	<b>65.4</b>	<b>-787.5</b>	<b>392.0</b>	<b>627.0</b>
당기순이익률(%)	-16.9%	-1.9%	0.8%	3.0%	0.2%	2.1%	3.1%	3.3%	0.3%	-4.7%	2.2%	3.3%
QoQ(%)	-1947.6%	-92.4%	-145.3%	328.5%	-93.4%	958.2%	54.4%	7.4%				
YoY(%)	-875.3%	-54.6%	-41.3%	172.2%	-101.0%	-236.4%	365.2%	16.6%	-74.6%	적전	흑전	59.9%

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	25,463.3	24,394.2	16,829.8	17,926.6	18,892.9
매출원가	24,200.2	23,346.8	17,398.5	16,525.9	17,118.0
매출총이익	1,263.1	1,047.4	(568.7)	1,400.7	1,774.9
판매비	623.6	627.3	519.1	562.2	624.8
영업이익	639.5	420.1	(1,087.8)	838.4	1,150.2
금융손익	(120.7)	(242.1)	(143.8)	(299.5)	(302.1)
종속/관계기업손익	4.1	2.6	2.6	2.6	2.6
기타영업외손익	(191.1)	(70.1)	72.7	(25.7)	(25.7)
세전이익	331.8	110.4	(1,156.4)	515.8	824.9
법인세	73.8	44.9	(368.9)	123.8	198.0
계속사업이익	258.0	65.4	(787.5)	392.0	627.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	258.0	65.4	(787.5)	392.0	627.0
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	258.0	65.4	(787.5)	392.0	627.0
지배주주지분포괄이익	243.7	56.6	(787.5)	392.0	627.0
NOPAT	497.3	249.1	(740.8)	637.2	874.1
EBITDA	994.8	1,032.5	(794.2)	1,130.9	1,441.8
성장성(%)					
매출액증가율	21.88	(4.20)	(31.01)	6.52	5.39
NOPAT증가율	(52.21)	(49.91)	적전	흑전	37.18
EBITDA증가율	(40.34)	3.79	적전	흑전	27.49
영업이익증가율	(53.43)	(34.31)	적전	흑전	37.19
(지배주주)순이익증가율	(79.30)	(74.65)	적전	흑전	59.95
EPS증가율	(79.30)	(74.65)	적전	흑전	59.93
수익성(%)					
매출총이익률	4.96	4.29	(3.38)	7.81	9.39
EBITDA이익률	3.91	4.23	(4.72)	6.31	7.63
영업이익률	2.51	1.72	(6.46)	4.68	6.09
계속사업이익률	1.01	0.27	(4.68)	2.19	3.32

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,213	561	(6,754)	3,362	5,377
BPS	55,496	55,731	48,877	52,038	57,114
CFPS	9,061	6,047	(6,683)	9,827	12,493
EBITDAPS	8,531	8,855	(6,811)	9,699	12,365
SPS	218,373	209,204	144,332	153,738	162,025
DPS	750	200	200	300	300
주가지표(배)					
PER	44.15	169.88	(10.25)	20.88	13.06
PBR	1.76	1.71	1.42	1.35	1.23
PCFR	10.78	15.76	(10.35)	7.14	5.62
EV/EBITDA	17.06	16.54	(17.45)	12.37	9.57
PSR	0.45	0.46	0.48	0.46	0.43
재무비율(%)					
ROE	3.88	1.01	(12.92)	6.66	9.85
ROA	1.66	0.41	(4.90)	2.38	3.52
ROIC	4.51	1.98	(5.79)	5.02	6.65
부채비율	146.63	151.41	177.91	181.77	178.63
순부채비율	87.90	94.39	103.79	97.66	86.22
이자보상배율(배)	8.84	2.30	(5.58)	3.94	4.95

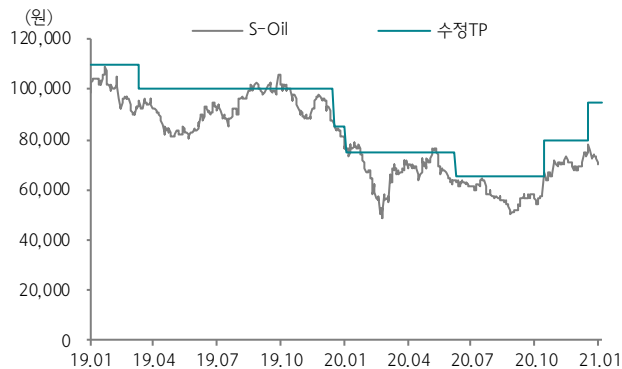
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	5,854.5	5,628.9	4,855.4	5,775.6	6,862.3
금융자산	726.5	568.9	1,363.9	2,056.7	2,943.0
현금성자산	664.5	291.0	1,080.5	1,767.6	2,648.1
매출채권	1,641.5	1,312.3	905.4	964.4	1,016.4
재고자산	3,139.1	3,196.0	2,205.0	2,348.7	2,475.3
기타유동자산	347.4	551.7	381.1	405.8	427.6
비유동자산	10,100.5	10,704.5	10,978.2	11,316.3	11,688.8
투자자산	120.4	128.6	106.8	110.0	112.8
금융자산	88.9	98.3	85.9	87.7	89.3
유형자산	9,740.7	10,139.1	10,441.5	10,782.2	11,156.8
무형자산	104.4	101.3	94.5	88.7	83.8
기타비유동자산	135.0	335.5	335.4	335.4	335.4
자산총계	15,955.0	16,333.4	15,833.7	17,092.0	18,551.1
유동부채	5,789.0	5,748.7	5,837.7	6,214.4	6,570.1
금융부채	2,948.2	2,901.5	3,177.8	3,381.3	3,584.3
매입채무	1,437.3	1,655.2	1,671.8	1,780.7	1,876.7
기타유동부채	1,403.5	1,192.0	988.1	1,052.4	1,109.1
비유동부채	3,696.8	4,088.1	4,298.6	4,811.6	5,323.0
금융부채	3,464.6	3,799.3	4,099.3	4,599.3	5,099.3
기타비유동부채	232.2	288.8	199.3	212.3	223.7
부채총계	9,485.8	9,836.8	10,136.3	11,026.0	11,893.1
지배주주지분	6,469.2	6,496.6	5,697.4	6,066.0	6,657.9
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
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	25.0	27.3	27.3	27.3	27.3
이익잉여금	4,823.1	4,848.2	4,048.9	4,417.5	5,009.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,469.2	6,496.6	5,697.4	6,066.0	6,657.9
순금융부채	5,686.3	6,132.0	5,913.3	5,923.9	5,740.7

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(288.2)	679.4	288.4	759.9	1,004.8
당기순이익	258.0	65.4	(787.5)	392.0	627.0
조정	34	51	21	46	46
감가상각비	355.3	612.4	293.6	292.5	291.6
외환거래손익	(17.2)	(58.1)	(83.2)	169.1	169.1
지분법손익	(4.1)	(2.9)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
기타	(300.0)	(500.4)	(186.8)	(413.0)	(412.1)
영업활동 자산부채 변동	(881.9)	105.1	868.1	(91.1)	(80.3)
투자활동 현금흐름	(415.2)	(1,069.5)	(487.0)	(802.8)	(836.3)
투자자산감소(증가)	8.3	(5.6)	24.3	(0.6)	(0.2)
자본증가(감소)	(2,040.9)	(821.1)	(589.0)	(627.4)	(661.3)
기타	1,617.4	(242.8)	77.7	(174.8)	(174.8)
재무활동 현금흐름	887.8	16.5	564.6	680.1	668.0
금융부채증가(감소)	1,561.3	288.0	576.3	703.4	703.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(56.4)	(242.3)	0.0	0.1	0.0
배당지급	(617.1)	(29.2)	(11.7)	(23.4)	(35.0)
현금의 증감	184.5	(373.5)	789.5	687.1	880.5
Unlevered CFO	1,056.6	705.1	(779.2)	1,145.9	1,456.8
Free Cash Flow	(2,329.6)	(147.9)	(300.6)	132.5	343.5

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.13	BUY	95,000		
20.11.11	BUY	80,000	-12.47%	-6.00%
20.7.6	Neutral	65,000	-10.08%	2.15%
20.1.30	Neutral	75,000	-9.67%	-35.33%
20.1.13	Neutral	85,000	-3.15%	-10.12%
19.4.8	Neutral	100,000	-7.71%	6.00%
19.1.7	Neutral	110,000	-10.48%	-0.91%

## 투자 등급 관련 사항 및 투자 의견 비율 공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자 등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융 투자상품의 비율	92.16%	7.84%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 01월 26일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 1월 29일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2021년 1월 29일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.