



BUY(Maintain)

목표주가: 105,000원

주가(2/5): 74,600원

시가총액: 83,987억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(2/5)	3,120.63pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	79,200원	48,500원
등락률	-5.8%	53.8%
수익률	절대	상대
1M	9.5%	-1.4%
6M	21.1%	-12.4%
1Y	-0.8%	-31.2%

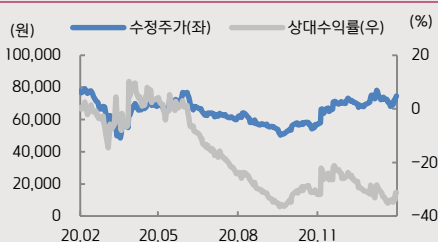
Company Data

발행주식수	112,583천주
일평균 거래량(3M)	656천주
외국인 지분율	76.2%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	48,796원
주요 주주	AOC 외 11인 63.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	25,463.3	24,394.2	16,829.7	20,652.9
영업이익	639.5	420.1	-1,087.7	788.3
EBITDA	994.8	1,032.5	-459.0	1,396.8
세전이익	331.8	110.4	-1,156.5	745.5
순이익	258.0	65.4	-798.0	581.5
지배주주지분순이익	258.0	65.4	-798.0	581.5
EPS(원)	2,213	561	-6,843	4,987
증감률(%YoY)	-79.3	-74.6	적전	흑전
PER(배)	44.2	169.8	-10.1	15.0
PBR(배)	1.8	1.7	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	17.1	16.5	-29.5	10.0
영업이익률(%)	2.5	1.7	-6.5	3.8
ROE(%)	3.9	1.0	-13.1	9.8
순부채비율(%)	87.8	94.3	98.2	87.0

Price Trend



기업브리프

S-Oil (010950)

십만오일



S-Oil의 올해 실적 개선을 고려할 필요가 있어 보입니다. 올해 상반기는 정제마진이 부진하지만 유가 상승으로 기본적으로 작년 대비 재고관련이익이 클 전망이고, 올해 하반기는 상반기 재고 소진, 공급 감소 등으로 석유제품 수요가 우호적으로 변할 것으로 예상되기 때문입니다. 한편 향후 동사가 발표할 TC2C 공정/기술에 대한 프리미엄을 배수에 적용하여, 목표주가를 소폭 상향 조정합니다.

>>> 올해 영업이익, 작년 대비 큰 폭의 흑자전환 전망

S-Oil의 올해 실적 개선을 고려할 필요가 있어 보인다.

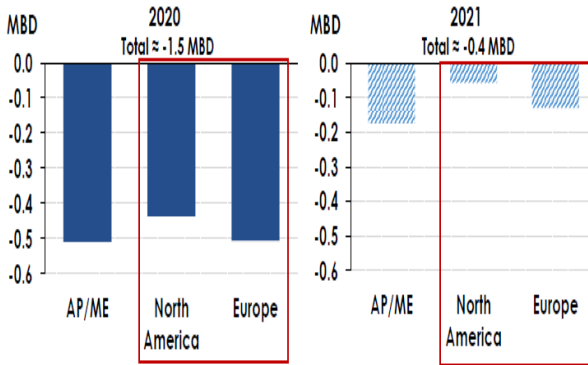
1) 올해 상반기는 작년 대비 실적 턴어라운드 진폭이 클 전망이다. 일부 석유제품 재고 감소에도 불구하고, 여전히 정제마진이 약세 기조를 유지하고 있으나, 유가 상승으로 작년 상반기 대비 재고관련손익 개선이 예상된다. 참고로 당사 정유사 생산능력에 따른 재고 비율 추정에 따르면, 유가가 배럴 당 \$1 움직이면 동사는 약 150~200억원의 재고평가손익이 변동된다. Aramco OSP 변화 움직임을 좀 더 고려해야 하겠지만, 작년 4분기 대비 올해 1분기 누적 Dubai 유가는 배럴 당 약 \$11 상승하였다. 2) 올해 하반기는 상반기까지 이어진 역내/외 재고 소진 기간, 작년 150만배럴을 상회할 것으로 추정되는 정제설비 폐쇄 물량 등으로 공급이 상당부분 완화될 것으로 예상되는 가운데, 백신 접종 확대 및 계절적 성수기 요인 등으로 석유제품 수요가 회복세를 보일 것으로 예상된다. 아직은 조심스러운 예측이나, 작년 굴곡이 심했던 정제마진의 돌발적 반등 가능성도 일부 염두에 둘 필요가 있어 보인다.

>>> 동사 TC2C 공정에 대한 관심이 필요한 시점

최근 Energy Transition이 가속화되는 가운데, 동사도 일부 간접 투자 현황을 지난 컨콜에서 발표하였지만, 경쟁사는 자신의 핵심 자산의 가치/재무구조를 훼손하면서 과감히 배터리부문에 베팅하고 있다. 최근 경쟁사와 시가총액 갭 차이가 이런 이유 때문이다. 다만 동사는 에너지 전환에 대비하여 기존 설비의 좌초화/해체보다는 전용(용도 변경) 전략을 추구할 것으로 보인다.

동사는 향후 약 7조원을 투입하여, SC&D(스팀 크래커/다운스트림) 공장과 TC2C 공정을 건설할 계획이다. 1) SC&D 공장은 대규모 장치 사업 영위 경험, 국내에서 우수한 인력 조달 가능 등으로 큰 무리 없이 진행될 것으로 보인다. 2) 세계 최초의 브라운필드 형태로 진행될 것으로 보이는 동사의 TC2C 공정은 HS-FCC처럼 기술적 난이도가 클 것으로 예상되지만, 나프타-원유 마진 확대, 시장 상황에 따라 C2/C3 수율 조절 가능, 저부가 스트림 활용, 기존 정제설비의 획기적 석화제품 비중 확대 등이 예상된다. 또한 동사 최대주주인 아람코의 TC2C 기술을 적용하면, 기존 정제/화학 통합 설비 대비 30% 이상의 수익성이 개선되는 것으로 보인다.

2020/2021년 세계 정제설비 폐쇄/전환 물량 전망



자료: 로이터, FGE, 키움증권 리서치

S-Oil 신규사업 기회 모색

(1) 벤처 기업 등에 직접 투자 (단위: 십억원)

	아이피아이테크	원프레딕트	리베스트	글로벌리엔트	범준 이앤서
분야	화학	스마트 플랜트 AI	에너지, 배터리	에너지, 탄소배출	화학
사업영역	폴리머미드 필름 & 공력제	AI-기반 PHM ¹⁾ 솔루션	물력서플 Lion 배터리	CDM ²⁾ 사업을 통한 탄소배출권 공급	콘크리트 및 가스 밸트 용 유황 개질제
인증	중소벤처기업부 선정 Top 100 소재/부품/장비 Startup	중소벤처기업부 선정 베이비 유니콘 기업	2020 CES 이노베이션 어워드 수상	주요 국내 대기업과 CDM프로젝트 협업 요청	다수의 지적재산권 보유한 HSM ³⁾ 제품 생산

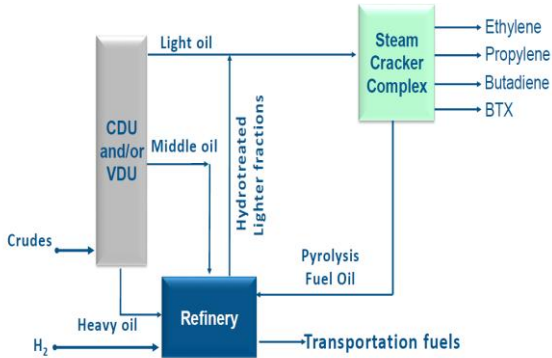
1) Prognostics and Health Management (시설물 고장 예측 및 점검 진단) 2) Clean Development Mechanism (청정개발체제)
3) Hydraulic/High-Performance Sulfur Modifier (고성능 수경성 개질 유황)

(2) 벤처캐피탈 펀드 (스마일게이트 패스파인더 / 유렉스 퍼플) 간접투자

이와 함께, 수소, 연료전지, 리사이클링 또는 탄소저감 사업 등 높은 성장 잠재력을 가진 친환경 비즈니스에 대한 투자를 추진할 예정이다.

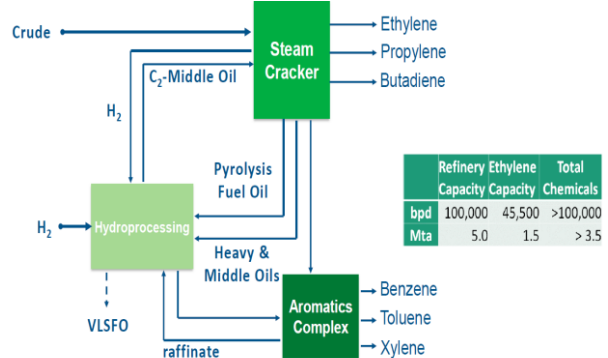
자료: S-Oil, 키움증권 리서치

전통적인 정제설비/크래커 통합 Flow



자료: CLG, 키움증권 리서치

TC2C Flow



자료: CLG, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2018	2019	2020P	2021E
매출액	5,426	6,257	6,234	6,476	5,198	3,452	3,899	4,280	25,463	24,394	16,830	20,653
정유	4,074	5,002	4,869	5,064	3,956	2,592	2,991	3,096	20,127	19,009	12,635	15,661
석유화학	987	911	962	1,009	808	589	643	822	3,701	3,870	2,862	3,451
윤활기유	365	344	403	404	434	271	266	362	1,635	1,516	1,333	1,541
영업이익	270	-91	231	9	-1,007	-164	-9	93	639	420	-1,088	788
%OP	5.0%	-1.4%	3.7%	0.1%	-19.4%	-4.8%	-0.2%	2.2%	2.5%	1.7%	-6.5%	3.8%
정유	91	-136	100	-80	-1,190	-359	-58	-90	64	-25	-1,696	186
석유화학	151	4	79	20	67	91	-48	73	358	255	182	191
윤활기유	28	41	52	98	116	103	97	110	259	220	426	411

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	25,463.3	24,394.2	16,829.7	20,652.9	21,161.2
매출원가	24,200.2	23,346.8	17,466.4	19,326.4	19,577.3
매출총이익	1,263.0	1,047.4	-636.7	1,326.5	1,583.9
판매비	623.6	627.3	451.0	538.3	547.0
영업이익	639.5	420.1	-1,087.7	788.3	1,036.9
EBITDA	994.8	1,032.5	-459.0	1,396.8	1,614.9
영업외손익	-307.7	-309.7	-68.8	-42.8	-9.2
이자수익	24.3	14.0	36.9	48.4	75.5
이자비용	72.3	182.8	193.7	200.6	214.2
외환관련이익	300.2	437.4	363.5	363.5	363.5
외환관련손실	430.7	548.4	426.0	404.7	384.5
종속 및 관계기업손익	4.1	2.6	-11.5	-11.5	-11.5
기타	-133.3	-32.5	162.0	162.1	162.0
법인세차감전이익	331.8	110.4	-1,156.5	745.5	1,027.7
법인세비용	73.8	44.9	-358.5	164.0	226.1
계속사업순손익	258.0	65.4	-798.0	581.5	801.6
당기순이익	258.0	65.4	-798.0	581.5	801.6
지배주주순이익	258.0	65.4	-798.0	581.5	801.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	21.9	-4.2	-31.0	22.7	2.5
영업이익 증감율	-53.4	-34.3	-358.9	-172.5	31.5
EBITDA 증감율	-40.3	3.8	-144.5	-404.3	15.6
지배주주순이익 증감율	-79.3	-74.7	-1,320.2	-172.9	37.9
EPS 증감율	-79.3	-74.6	적전	흑전	37.9
매출총이익률(%)	5.0	4.3	-3.8	6.4	7.5
영업이익률(%)	2.5	1.7	-6.5	3.8	4.9
EBITDA Margin(%)	3.9	4.2	-2.7	6.8	7.6
지배주주순이익률(%)	1.0	0.3	-4.7	2.8	3.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,854.5	5,628.9	5,086.7	6,302.8	7,503.5
현금 및 현금성자산	664.5	291.0	1,211.0	1,666.6	2,752.8
단기금융자산	57.4	277.3	291.2	305.7	321.0
매출채권 및 기타채권	1,819.8	1,564.0	1,079.0	1,324.2	1,356.8
재고자산	3,139.1	3,196.0	2,205.0	2,705.9	2,772.5
기타유동자산	231.1	577.9	591.7	606.1	621.4
비유동자산	10,100.5	10,704.5	10,165.9	9,811.8	9,735.9
투자자산	120.4	128.6	130.8	132.9	135.1
유형자산	9,740.7	10,139.1	9,915.2	9,565.3	9,492.4
무형자산	104.4	101.3	93.8	87.5	82.3
기타비유동자산	135.0	335.5	26.1	26.1	26.1
자산총계	15,955.0	16,333.4	15,252.5	16,114.6	17,239.4
유동부채	5,789.0	5,748.7	5,077.4	5,201.9	5,121.4
매입채무 및 기타채무	2,700.3	2,733.0	2,061.8	2,186.3	2,105.7
단기금융부채	2,938.5	2,893.3	2,893.3	2,893.3	2,893.3
기타유동부채	150.3	122.4	122.3	122.3	122.4
비유동부채	3,696.8	4,088.1	4,485.3	4,737.6	5,237.6
장기금융부채	3,661.7	4,051.9	4,449.1	4,701.4	5,201.4
기타비유동부채	35.1	36.2	36.2	36.2	36.2
부채총계	9,485.8	9,836.8	9,562.7	9,939.6	10,359.0
자본지분	6,469.2	6,496.6	5,689.8	6,175.0	6,880.4
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
기타자본	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9
기타포괄손익누계액	25.0	27.3	18.5	9.6	0.8
이익잉여금	4,823.1	4,848.2	4,050.2	4,544.3	5,258.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,469.2	6,496.6	5,689.8	6,175.0	6,880.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-288.2	679.4	527.4	431.1	1,080.0
당기순이익	258.0	65.4	-798.0	581.5	801.6
비현금항목의 가감	798.6	639.7	270.9	768.7	786.8
유형자산감가상각비	347.1	604.3	621.1	602.3	572.8
무형자산감가상각비	8.2	8.1	7.6	6.3	5.2
지분법평가손익	-4.2	-3.0	-2.6	-2.6	-2.6
기타	447.5	30.3	-355.2	162.7	211.4
영업활동자산부채증감	-881.9	105.1	816.5	-639.0	-179.8
매출채권및기타채권의감소	-111.6	312.7	485.0	-245.1	-32.6
재고자산의감소	-590.5	20.7	991.1	-500.9	-66.6
매입채무및기타채무의증가	-289.6	239.2	-671.3	124.6	-80.6
기타	109.8	-467.5	11.7	-17.6	0.0
기타현금흐름	-462.9	-130.8	238.0	-280.1	-328.6
투자활동 현금흐름	-415.2	-1,069.5	-433.6	-289.4	-537.9
유형자산의 취득	-2,041.4	-827.3	-397.2	-252.3	-500.0
유형자산의 처분	0.5	6.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	8.3	-5.6	0.4	0.4	0.4
단기금융자산의감소(증가)	1,660.6	-219.9	-13.9	-14.6	-15.3
기타	-43.2	-23.0	-22.9	-22.9	-23.0
재무활동 현금흐름	887.8	16.5	326.5	205.0	365.3
차입금의 증가(감소)	1,506.3	93.0	397.2	252.3	500.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-617.1	-29.2	-23.4	0.0	-87.4
기타	-1.4	-47.3	-47.3	-47.3	-47.3
기타현금흐름	0.1	0.1	499.7	108.9	178.7
현금 및 현금성자산의 순증가	184.5	-373.5	920.0	455.6	1,086.2
기초현금 및 현금성자산	480.1	664.5	291.0	1,211.0	1,666.6
기말현금 및 현금성자산	664.5	291.0	1,211.0	1,666.6	2,752.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,213	561	-6,843	4,987	6,874
BPS	55,480	55,715	48,796	52,957	59,006
CFPS	9,061	6,047	-4,520	11,579	13,622
DPS	750	200	0	750	750
주가배수(배)					
PER	44.2	169.8	-10.1	15.0	10.9
PER(최고)	62.8	197.8	-14.2		
PER(최저)	43.9	142.4	-7.1		
PBR	1.8	1.7	1.4	1.4	1.3
PBR(최고)	2.5	2.0	2.0		
PBR(최저)	1.8	1.4	1.0		
PSR	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
PCFR	10.8	15.8	-15.3	6.4	5.5
EV/EBITDA	17.1	16.5	-29.5	10.0	8.3
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	32.7	34.4	0.0	14.5	10.5
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.8	0.2	0.0	1.0	1.0
ROA	1.7	0.4	-5.1	3.7	4.8
ROE	3.9	1.0	-13.1	9.8	12.3
ROIC	4.6	2.3	-6.2	5.3	6.9
매출채권회전율	14.3	14.4	12.7	17.2	15.8
재고자산회전율	8.6	7.7	6.2	8.4	7.7
부채비율	146.6	151.4	168.1	161.0	150.6
순차입금비율	87.8	94.3	98.2	87.0	69.3
이자보상배율	8.8	2.3	-5.6	3.9	4.8
총차입금	6,403.1	6,692.7	7,089.9	7,342.2	7,842.2
순차입금	5,681.1	6,124.4	5,587.7	5,369.9	4,768.4
NOPLAT	994.8	1,032.5	-459.0	1,396.8	1,614.9
FCF	-2,066.8	189.6	297.5	332.1	707.0

Compliance Notice

- 당사는 2월 5일 현재 'S-Oil' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

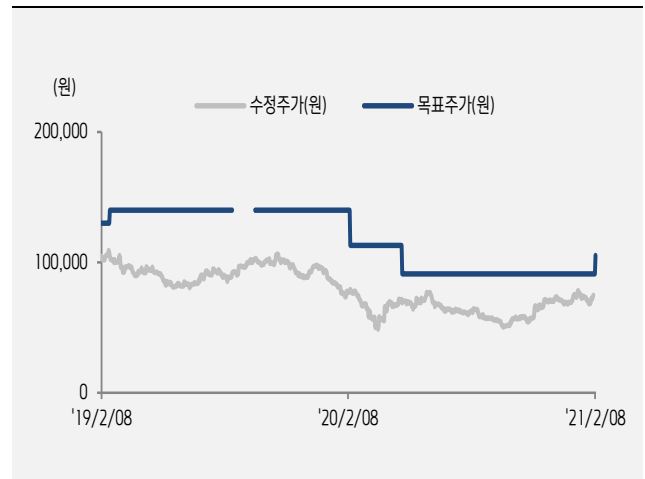
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
S-Oil (010950)	2019-02-20	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-34.85	-25.00
	2019-09-23	Buy(Reinitiate)	140,000원	6개월	-35.57	-25.00
	2019-10-24	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-34.98	-24.29
	2020-02-11	Buy(Maintain)	113,000원	6개월	-42.06	-29.91
	2020-04-28	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-23.93	-23.08
	2020-05-12	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-25.80	-15.60
	2020-07-27	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-31.47	-15.60
	2020-10-26	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-37.00	-36.15
	2020-10-29	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-30.62	-21.54
	2020-12-03	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-24.94	-13.96
	2021-01-29	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-24.73	-13.96
	2021-02-08	Buy(Maintain)	105,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%