



BUY(Maintain)

목표주가: 120,000원

주가(3/9): 88,000원

시가총액: 99,073억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(3/9)	2,976.12pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	90,200원	48,500원
등락률	-2.4%	81.4%
수익률	절대	상대
1M	8.4%	12.3%
6M	57.1%	25.4%
1Y	51.7%	-0.3%

Company Data

발행주식수	112,583천주
일평균 거래량(3M)	768천주
외국인 지분율	76.3%
배당수익률(20E)	0.1%
BPS(20E)	48,747원
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	20,588.1
영업이익	639.5	420.1	-1,087.7	1,265.7
EBITDA	994.8	1,032.5	-459.0	1,874.3
세전이익	331.8	110.4	-1,156.6	1,271.7
순이익	258.0	65.4	-798.1	991.9
지배주주지분순이익	258.0	65.4	-798.1	991.9
EPS(원)	2,213	561	-6,844	8,506
증감률(%YoY)	-79.3	-74.6	적전	흑전
PER(배)	44.2	169.8	-10.1	10.4
PBR(배)	1.8	1.7	1.4	1.6
EV/EBITDA(배)	17.1	16.5	-29.5	8.0
영업이익률(%)	2.5	1.7	-6.5	6.1
ROE(%)	3.9	1.0	-13.1	16.2
순부채비율(%)	87.8	94.3	98.4	73.3

Price Trend



S-Oil (010950)

1분기 영업이익, 시장 기대치 크게 상회 전망



S-Oil의 올해 1분기 영업이익은 3,090억원으로 전 분기 대비 231.8% 증가하며 어닝 서프라이즈를 기록할 전망이다. 정유부문은 래깅 마진들이 개선되는 가운데 유가 상승으로 재고평가이익이 크게 발생할 전망이고, 석유화학부문은 작년 부진 스프레드를 기록하였던 방향족 제품들이 실적 턴어라운드를 시작하였기 때문입니다.

>>> 올해 1분기 영업이익, 전 분기 대비 231.8% 증가 전망

S-Oil의 올해 1분기 영업이익은 3,090억원으로 전 분기 대비 231.8% 증가하며 시장 기대치(1,731억원)를 크게 상회할 전망이다. 1) 작년 11~12월 대비 올해 2~3월 평균 유가(Dubai 기준)가 배럴당 \$15 이상 상승하며, 정유부문 재고평가이익이 큰 폭으로 증가할 전망이고, 2) 휘발유/나프타/등유/경유 등 대부분의 석유제품 Lagging 마진이 전 분기 대비 크게 개선될 것으로 예상되며, 3) PO/PP 등 올레핀 스프레드가 전 분기에 이어 견고한 수준으로 유지하는 가운데 PX/벤젠 등 방향족 마진도 개선세가 뚜렷하고, 4) No.2 원유 하역시설(Single Point Mooring, 건설기간 31개월) 가동으로 효율적인 원유 재고 관리 및 원유선 체선료/원유 긴급 임차 비용 등의 감축 효과가 발생할 것으로 예상되기 때문이다.

한편 당사는 모회사인 아람코와 자료 작성의 효율을 위하여 재고자산평가방법을 선입선출법으로 사용하고 있는데, 최근 유가 급등으로 총평균법을 사용하는 타 경쟁사들 대비 이익 개선이 크게 나타날 전망이다.

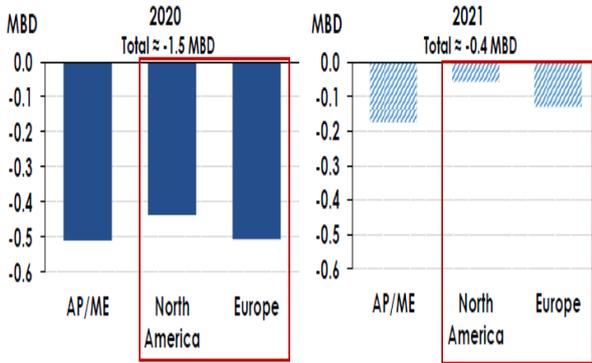
>>> 올해 영업이익, 작년 대비 2.3조원 이상 증가 예상

당사의 올해 연간 영업이익은 1조2,657억원으로 작년 대비 2.3조원 이상 증가할 예정이다. 1) SK/GS 등이 올해 3~4월 CDU(총 57만B/D)의 정기보수를 진행할 것으로 전망되는 가운데, 당사는 올해 플랜트들의 셋다운이 없어 물량 측면의 감소 효과가 제한되고, 2) EV 침투율 확대에도 불구하고, 작년/올해 200만B/D 이상의 세계 정제설비들의 폐쇄/전환으로 하반기로 갈수록 정유수급/마진이 개선세를 보일 예상이며, 3) 작년 부진한 스프레드를 기록하였던 PX/벤젠 등 방향족 제품들은 올해 다운스트림 공급 능력 증가로 작년 대비 마진 회복세가 완연할 전망이고, 4) 윤활기유 또한 올해 역대 순증 물량이 80만톤으로 재작년 대비 25% 불과하는 등 견고한 수익성을 유지할 것으로 추정되기 때문이다. 당사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 올해 실적 개선을 고려하여 목표주가는 기존 10.5만원에서 12만원으로 14.3% 상향 조정한다.

>>> 수소 사업 진출 확대

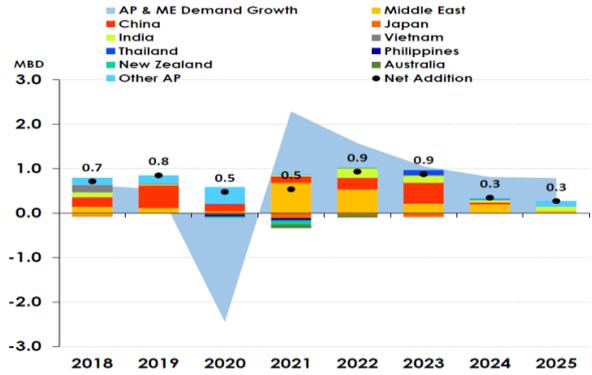
당사는 성장성이 큰 수소 시장 진출을 위하여 아람코와 사업 협력 강화, 연료전지 기업에 투자 및 수소충전소 추가 설치 등을 확대하고 있다.

2020/2021년 세계 정제설비 폐쇄/전환 물량 전망



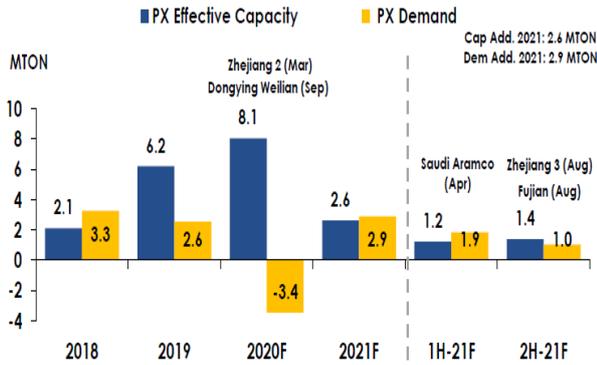
자료: 로이터, FGE, 키움증권 리서치

아시아/중동 석유제품 공급/수요 순증 추이/전망



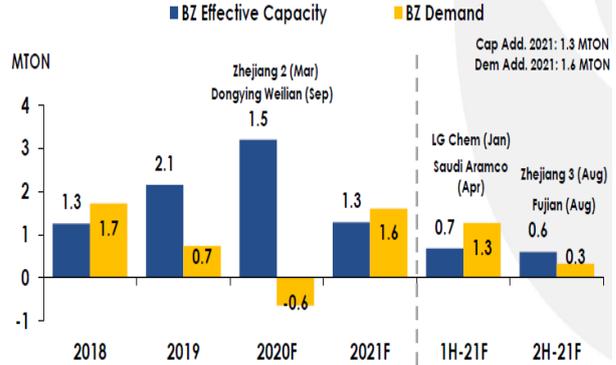
자료: 로이터, FGE, EA, Platts, TO, 키움증권 리서치

아시아/중동 PX 공급/수요 순증 추이/전망



자료: WM, IHS, TO, 키움증권 리서치

아시아/중동 벤젠 공급/수요 순증 추이/전망



자료: WM, IHS, TO, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020P	2021E
매출액	5,198	3,452	3,899	4,280	5,289	5,184	5,058	5,058	25,463	24,394	16,830	20,588
정유	3,956	2,592	2,991	3,096	4,031	4,027	3,938	3,891	20,127	19,009	12,635	15,886
석유화학	808	589	643	822	856	812	751	743	3,701	3,870	2,862	3,161
운할기유	434	271	266	362	402	346	369	424	1,635	1,516	1,333	1,541
영업이익	-1,007	-164	-9	93	309	287	318	352	639	420	-1,088	1,266
%OP	-19.4%	-4.8%	-0.2%	2.2%	5.8%	5.5%	6.3%	7.0%	2.5%	1.7%	-6.5%	6.1%
정유	-1,190	-359	-58	-90	122	106	134	162	64	-25	-1,696	525
석유화학	67	91	-48	73	92	93	93	91	358	255	182	370
운할기유	116	103	97	110	95	87	91	99	259	220	426	371

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	20,588.1	21,870.2
매출원가	24,200.2	23,346.8	17,466.4	18,785.6	19,893.6
매출총이익	1,263.0	1,047.4	-636.7	1,802.4	1,976.6
판매비	623.6	627.3	451.0	536.7	563.6
영업이익	639.5	420.1	-1,087.7	1,265.7	1,412.9
EBITDA	994.8	1,032.5	-459.0	1,874.3	1,991.0
영업외손익	-307.7	-309.7	-68.9	6.0	53.6
이자수익	24.3	14.0	36.8	61.9	90.4
이자비용	72.3	182.8	193.7	200.6	200.6
외환관련이익	300.2	437.4	363.5	363.5	363.5
외환관련손실	430.7	548.4	426.0	383.4	364.3
종속 및 관계기업손익	4.1	2.6	-11.5	2.6	2.6
기타	-133.3	-32.5	162.0	162.0	162.0
법인세차감전이익	331.8	110.4	-1,156.6	1,271.7	1,466.5
법인세비용	73.8	44.9	-358.6	279.8	322.6
계속사업순손익	258.0	65.4	-798.1	991.9	1,143.9
당기순이익	258.0	65.4	-798.1	991.9	1,143.9
지배주주순이익	258.0	65.4	-798.1	991.9	1,143.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	21.9	-4.2	-31.0	22.3	6.2
영업이익 증감율	-53.4	-34.3	-358.9	-216.4	11.6
EBITDA 증감율	-40.3	3.8	-144.5	-508.3	6.2
지배주주순이익 증감율	-79.3	-74.7	-1,320.3	-224.3	15.3
EPS 증감율	-79.3	-74.6	적전	흑전	15.3
매출총이익률(%)	5.0	4.3	-3.8	8.8	9.0
영업이익률(%)	2.5	1.7	-6.5	6.1	6.5
EBITDA Margin(%)	3.9	4.2	-2.7	9.1	9.1
지배주주순이익률(%)	1.0	0.3	-4.7	4.8	5.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,854.5	5,628.9	5,081.0	6,838.0	8,248.5
현금 및 현금성자산	664.5	291.0	1,205.4	2,214.4	3,359.5
단기금융자산	57.4	277.3	291.2	305.7	321.0
매출채권 및 기타채권	1,819.8	1,564.0	1,079.0	1,320.0	1,402.2
재고자산	3,139.1	3,196.0	2,205.0	2,697.4	2,865.3
기타유동자산	231.1	577.9	591.6	606.2	621.5
비유동자산	10,100.5	10,704.5	10,165.9	9,811.8	9,535.9
투자자산	120.4	128.6	130.8	132.9	135.1
유형자산	9,740.7	10,139.1	9,915.2	9,565.3	9,292.4
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	15,246.9	16,649.8	17,784.4
유동부채	5,789.0	5,748.7	5,077.4	5,332.4	5,419.4
매입채무 및 기타채무	2,700.3	2,733.0	2,061.8	2,316.8	2,403.8
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	122.3
비유동부채	3,696.8	4,088.1	4,485.3	4,737.6	4,737.6
장기금융부채	3,661.7	4,051.9	4,449.1	4,701.4	4,701.4
기타비유동부채	35.1	36.2	36.2	36.2	36.2
부채총계	9,485.8	9,836.8	9,562.7	10,070.0	10,157.0
자본지분	6,469.2	6,496.6	5,684.1	6,579.7	7,627.4
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	4,044.5	4,949.0	6,005.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,469.2	6,496.6	5,684.1	6,579.7	7,627.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-288.2	679.4	521.7	990.3	1,438.9
당기순이익	258.0	65.4	-798.1	991.9	1,143.9
비현금항목의 가감	798.6	639.7	271.0	871.0	854.8
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	-355.1	265.0	279.4
영업활동자산부채증감	-881.9	105.1	810.9	-490.3	-163.2
매출채권및기타채권의감소	-111.6	312.7	485.0	-241.0	-82.2
재고자산의감소	-590.5	20.7	991.1	-492.4	-168.0
매입채무및기타채무의증가	-289.6	239.2	-671.3	255.0	87.0
기타	109.8	-467.5	6.1	-11.9	0.0
기타현금흐름	-462.9	-130.8	237.9	-382.3	-396.6
투자활동 현금흐름	-415.2	-1,069.5	-433.6	-289.4	-337.9
유형자산의 취득	-2,041.4	-827.3	-397.2	-252.3	-300.0
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	199.4	-134.7
차입금의 증가(감소)	1,506.3	93.0	397.2	252.3	0.0
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	-5.6	-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	914.3	1,009.1	1,145.1
기초현금 및 현금성자산	480.1	664.5	291.0	1,205.3	2,214.4
기말현금 및 현금성자산	664.5	291.0	1,205.3	2,214.4	3,359.5

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,213	561	-6,844	8,506	9,810
BPS	55,480	55,715	48,747	56,428	65,412
CFPS	9,061	6,047	-4,520	15,976	17,141
DPS	750	200	50	750	750
주가배수(배)					
PER	44.2	169.8	-10.1	10.4	9.0
PER(최고)	62.8	197.8	-14.2		
PER(최저)	43.9	142.4	-7.1		
PBR	1.8	1.7	1.4	1.6	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	0.5	0.5
PCFR	10.8	15.8	-15.3	5.5	5.1
EV/EBITDA	17.1	16.5	-29.5	8.0	6.9
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	32.7	34.4	-0.7	8.5	7.4
배당수익률(%보통주, 현금)	0.8	0.2	0.1	0.9	0.9
ROA	1.7	0.4	-5.1	6.2	6.6
ROE	3.9	1.0	-13.1	16.2	16.1
ROIC	4.6	2.3	-6.2	8.6	9.6
매출채권회전율	14.3	14.4	12.7	17.2	16.1
재고자산회전율	8.6	7.7	6.2	8.4	7.9
부채비율	146.6	151.4	168.2	153.0	133.2
순차입금비율	87.8	94.3	98.4	73.3	48.0
이자보상배율	8.8	2.3	-5.6	6.3	7.0
총차입금	6,403.1	6,692.7	7,089.9	7,342.2	7,342.2
순차입금	5,681.1	6,124.4	5,593.3	4,822.0	3,661.7
NOPLAT	994.8	1,032.5	-459.0	1,874.3	1,991.0
FCF	-2,066.8	189.6	291.9	853.2	1,216.9

Compliance Notice

- 당사는 3월 9일 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

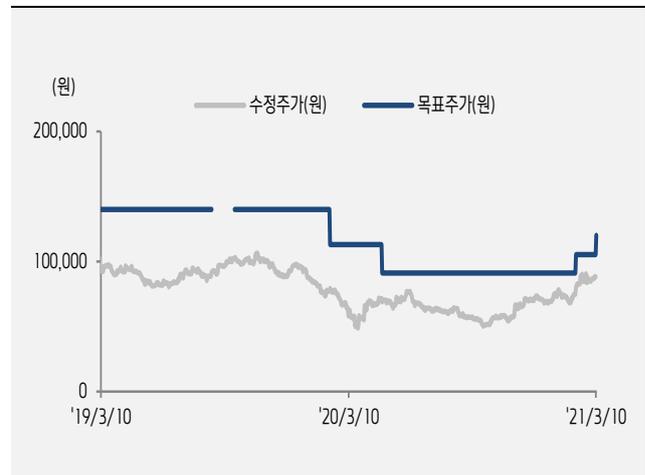
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2019-09-23	Buy(Reinitiate)	140,000원	6개월	-28.54	-26.43
	2019-10-24	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-33.56	-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	-24.60	-13.96
	2021-02-08	Buy(Maintain)	105,000원	6개월	-18.65	-14.10
	2021-03-10	Buy(Maintain)	120,000원	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%