



BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원

주가(5/14): 96,100원

시가총액: 108,192억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(5/14)	3,153.32pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	98,100원	50,300원
등락률	-2.0%	91.1%
수익률	절대	상대
1M	20.3%	21.4%
6M	50.6%	19.1%
1Y	49.9%	-8.5%

Company Data

발행주식수	112,583천주
일평균 거래량(3M)	651천주
외국인 지분율	76.4%
배당수익률(20A)	0.0%
BPS(20A)	48,733원
주요 주주	AOC 외 11인 63.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020A	2021E
매출액	25,463.3	24,394.2	16,829.7	23,461.7
영업이익	639.5	420.1	-1,099.1	1,892.2
EBITDA	994.8	1,032.5	-467.9	2,516.2
세전이익	331.8	110.4	-1,167.8	1,749.3
순이익	258.0	65.4	-796.1	1,364.4
지배주주지분순이익	258.0	65.4	-796.1	1,364.4
EPS(원)	2,213	561	-6,827	11,701
증감률(%YoY)	-79.3	-74.6	적전	흑전
PER(배)	44.2	169.8	-10.1	8.2
PBR(배)	1.8	1.7	1.4	1.6
EV/EBITDA(배)	17.1	16.5	-27.6	6.0
영업이익률(%)	2.5	1.7	-6.5	8.1
ROE(%)	3.9	1.0	-13.1	21.6
순부채비율(%)	87.8	94.3	87.6	57.7

Price Trend



기업브리프

S-Oil (010950)

정유, Silvery Age의 도래



S-Oil의 올해 영업이익은 1조8,922억원으로 2011년 정유주 Golden Age 시기를 넘어서는 수치를 기록할 전망이다. 올해 상반기 대규모 재고평가이익이 발생한 가운데, 당시 보다 석유화학 생산능력이 커졌기 때문이다. 한편 올해 역내 석유제품 수급은 하반기로 갈수록 타이트해질 전망이다. 역내 수요 증가는 300만B/D에 육박할 것으로 예상되는 가운데, 공급 순증 물량은 20만B/D에 불과하기 때문이다.

>>> 올해 영업이익, 작년 대비 약 3조원 증가 전망

동사의 올해 연간 영업이익은 1조8,922억원으로 작년 대비 약 3조원이 증가할 전망이다. 1) 국내/외 경쟁 정제설비들이 정기보수를 진행할 것으로 전망되는 가운데, 동사는 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 정유 수급/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) 유탄기유 또한 올해 역내 순증 물량이 80만톤으로 재작년 대비 25%에 불과하는 등 견고한 수익성을 유지할 것으로 추정되기 때문이다.

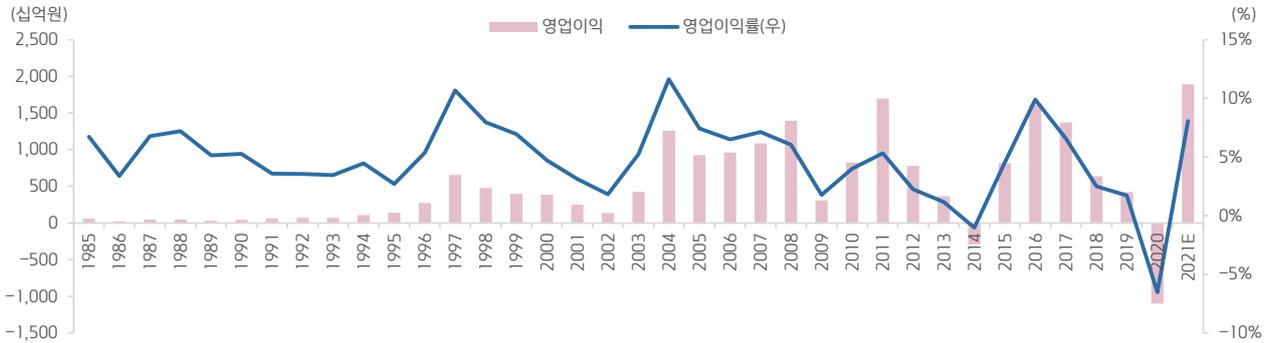
한편 동사의 석유화학부문 올해 연간 영업이익은 4,139억원으로 작년 대비 127.4% 증가할 전망이다. 중국의 PX 비통합 TPA/벤젠 비통합 SM 설비들의 증설 확대에 방항측부문의 실적 턴어라운드도 예상되기 때문이다.

>>> 올해 하반기, 역내 석유제품 수급 타이트 전망

아시아/중동 석유제품 수급은 올해 하반기로 갈수록 더욱 타이트할 전망이다. WTI-Dubai 스프레드가 축소된 가운데, 역내 수요는 GDP 개선 및 백신 침투율 증가로 작년 대비 300만B/D가 증가할 것으로 전망되고, 공급 순증 물량은 20만B/D에 불과할 것으로 예상되기 때문이다. 참고로 올해 2분기 상업 가동이 예상되어 있던 중국 Rongsheng II 프로젝트(40만B/D)는 2023년 4분기로 지연되었고, 올해 4분기 상업 가동이 예상되던 중국 Shenghong Petrochemical의 정제설비(32만B/D)는 내년 2분기로 연기되었다. 한편 올해 4분기에는 호주(Kwinana)/중국(Local)/싱가폴(Shell Pulau Bukom) 등에서 총 53.5만B/D의 정제설비 폐쇄가 발생할 전망이다.

정제마진의 경제성 제한으로 대규모 Capex가 들어가는 신증설 프로젝트들의 건설이 지연된 가운데, 역내/외 석유제품 재고 소진으로 하반기로 갈수록 정제마진의 반등이 예상된다. 특히 올해 4분기에는 항공유를 제외한 대부분의 석유제품 수요/재고가 코비드19 전으로 회귀할 가능성도 있어 보인다. 동사에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 실적 개선을 고려하여 목표주가를 기존 12만원에서 13만원으로 상향 조정한다.

S-Oil 장기 영업이익/영업이익률 추이/전망



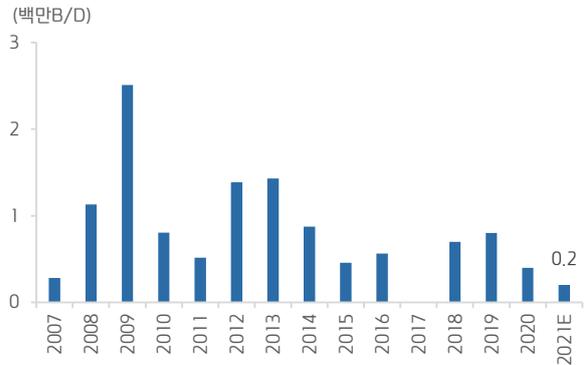
자료: S-Oil, 키움증권 리서치

S-Oil 정기보수 일정

구분	2017	2018	2019	2020	2021E
정유	CFU	No.2 CDU HYC FH	No.3 CDU CFU		
			No.1 RFCC No.2 RFCC HYC FH		
	석유화학	No.2 PX	No.1 PX	No.2 PX	PP/PO
	운활기유			HYC SH	No.1 HDT

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

아시아/중동 CDU 순증 물량 추이/전망



자료: FGE, Energy Aspect, Platts, Reuters, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E
매출액	5,198	3,452	3,899	4,280	5,345	6,004	6,046	6,067	25,463	24,394	16,830	23,462
정유	3,956	2,592	2,991	3,096	3,797	4,569	4,595	4,614	20,127	19,009	12,635	17,575
석유화학	808	589	643	822	1,021	901	914	918	3,701	3,870	2,862	3,754
운활기유	434	271	266	362	526	534	537	535	1,635	1,516	1,333	2,133
영업이익	-1,007	-164	-9	82	629	412	378	472	639	420	-1,099	1,892
%OP	-19.4%	-4.8%	-0.2%	1.9%	11.8%	6.9%	6.3%	7.8%	2.5%	1.7%	-6.5%	8.1%
정유	-1,190	-359	-58	-90	342	116	158	271	64	-25	-1,696	888
석유화학	67	91	-48	73	98	103	106	107	358	255	182	414
운활기유	116	103	97	110	189	193	114	95	259	220	426	591

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
매출액	25,463.3	24,394.2	16,829.7	23,461.7	24,895.4
매출원가	24,200.2	23,346.8	17,366.2	20,808.0	22,297.4
매출총이익	1,263.0	1,047.4	-536.5	2,653.7	2,598.0
판매비	623.6	627.3	562.6	761.5	801.5
영업이익	639.5	420.1	-1,099.1	1,892.2	1,796.6
EBITDA	994.8	1,032.5	-467.9	2,516.2	2,388.5
영업외손익	-307.7	-309.7	-68.7	-142.9	-104.0
이자수익	24.3	14.0	12.4	26.1	40.8
이자비용	72.3	182.8	158.1	164.6	164.6
외환관련이익	300.2	437.4	680.8	535.1	535.1
외환관련손실	430.7	548.4	549.0	484.7	460.4
종속 및 관계기업손익	4.1	2.6	3.7	3.7	3.7
기타	-133.3	-32.5	-58.5	-58.5	-58.6
법인세차감전이익	331.8	110.4	-1,167.8	1,749.3	1,692.6
법인세비용	73.8	44.9	-371.7	384.8	372.4
계속사업순손익	258.0	65.4	-796.1	1,364.4	1,320.2
당기순이익	258.0	65.4	-796.1	1,364.4	1,320.2
지배주주순이익	258.0	65.4	-796.1	1,364.4	1,320.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	21.9	-4.2	-31.0	39.4	6.1
영업이익 증감율	-53.4	-34.3	-361.6	-272.2	-5.1
EBITDA 증감율	-40.3	3.8	-145.3	-637.8	-5.1
지배주주순이익 증감율	-79.3	-74.7	-1,317.3	-271.4	-3.2
EPS 증감율	-79.3	-74.6	적전	흑전	-3.2
매출총이익률(%)	5.0	4.3	-3.2	11.3	10.4
영업이익률(%)	2.5	1.7	-6.5	8.1	7.2
EBITDA Margin(%)	3.9	4.2	-2.8	10.7	9.6
지배주주순이익률(%)	1.0	0.3	-4.7	5.8	5.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
유동자산	5,854.5	5,628.9	4,996.5	7,677.1	9,362.5
현금 및 현금성자산	664.5	291.0	737.4	1,851.9	3,024.5
단기금융자산	277.3	358.5	463.4	599.0	774.3
매출채권 및 기타채권	1,819.8	1,564.0	1,353.9	1,887.4	2,002.7
재고자산	3,139.1	3,196.0	2,192.3	3,056.2	3,243.0
기타유동자산	231.1	577.9	712.9	881.6	1,092.3
비유동자산	10,100.5	10,704.5	10,694.0	10,326.0	10,037.8
투자자산	128.6	125.7	129.4	133.1	136.8
유형자산	9,740.7	10,139.1	10,077.8	9,713.3	9,427.3
무형자산	104.4	101.3	98.8	91.6	85.7
기타비유동자산	126.8	338.4	388.0	388.0	388.0
자산총계	15,955.0	16,333.4	15,690.5	18,003.1	19,400.3
유동부채	5,789.0	5,748.7	6,565.1	7,354.7	7,525.4
매입채무 및 기타채무	2,700.3	2,733.0	3,711.8	4,501.4	4,672.1
단기금융부채	2,893.3	2,670.4	2,670.4	2,670.4	2,670.4
기타유동부채	195.4	345.3	182.9	182.9	182.9
비유동부채	3,696.8	4,088.1	3,442.9	3,695.2	3,695.2
장기금융부채	4,051.9	3,405.7	3,658.0	3,658.0	3,658.0
기타비유동부채	-355.1	682.4	-215.1	37.2	37.2
부채총계	9,485.8	9,836.8	10,008.0	11,049.9	11,220.6
자본지분	6,469.2	6,496.6	5,682.5	6,953.2	8,179.7
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	25.6	19.3	13.0
이익잉여금	4,823.1	4,848.2	4,035.7	5,312.7	6,545.6
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,469.2	6,496.6	5,682.5	6,953.2	8,179.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-288.2	679.4	1,631.0	1,033.4	1,439.6
당기순이익	258.0	65.4	-796.1	1,364.4	1,320.2
비현금항목의 가감	798.6	639.7	358.2	839.1	779.9
유형자산감가상각비	347.1	604.3	623.7	616.8	586.0
무형자산감가상각비	8.2	8.1	7.6	7.2	5.9
지분법평가손익	-4.2	-3.0	-3.7	-3.7	-3.7
기타	447.5	30.3	-269.4	218.8	191.7
영업활동자산부채증감	-881.9	105.1	2,183.0	-689.0	-206.6
매출채권및기타채권의감소	-111.6	312.7	107.7	-533.5	-115.3
재고자산의감소	-590.5	20.7	1,030.0	-863.9	-186.8
매입채무및기타채무의증가	-289.6	239.2	381.5	789.6	170.7
기타	109.8	-467.5	663.8	-81.2	-75.2
기타현금흐름	-462.9	-130.8	-114.1	-481.1	-453.9
투자활동 현금흐름	-415.2	-1,069.5	-635.6	-397.4	-475.8
유형자산의 취득	-2,041.4	-827.3	-547.1	-252.3	-300.0
유형자산의 처분	0.5	6.2	23.8	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.1	2.4	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	8.3	-5.6	6.6	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	1,660.6	-219.9	-81.2	-104.9	-135.6
기타	-43.2	-23.0	-40.1	-40.2	-40.2
재무활동 현금흐름	887.8	16.5	-548.7	189.2	-150.4
차입금의 증가(감소)	1,506.3	93.0	-474.0	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	-11.7	-0.1	-87.4
기타	-1.4	-47.3	-63.0	-63.0	-63.0
기타현금흐름	0.1	0.1	-0.3	289.3	359.1
현금 및 현금성자산의 순증가	184.5	-373.5	446.4	1,114.5	1,172.6
기초현금 및 현금성자산	480.1	664.5	291.0	737.4	1,851.9
기말현금 및 현금성자산	664.5	291.0	737.4	1,851.9	3,024.5

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,213	561	-6,827	11,701	11,322
BPS	55,480	55,715	48,733	59,630	70,149
CFPS	9,061	6,047	-3,755	18,898	18,011
DPS	750	200	0	750	750
주가배수(배)					
PER	44.2	169.8	-10.1	8.2	8.5
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	1.4
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	-18.4	5.1	5.3
EV/EBITDA	17.1	16.5	-27.6	6.0	5.8
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	32.7	34.4	0.0	6.2	6.4
배당수익률(%보통주, 현금)	0.8	0.2	0.0	0.8	0.8
ROA	1.7	0.4	-5.0	8.1	7.1
ROE	3.9	1.0	-13.1	21.6	17.4
ROIC	4.6	2.3	-9.3	13.9	13.0
매출채권회전율	14.3	14.4	11.5	14.5	12.8
재고자산회전율	8.6	7.7	6.2	8.9	7.9
부채비율	146.6	151.4	176.1	158.9	137.2
순차입금비율	87.8	94.3	87.6	57.7	33.0
이자보상배율	8.8	2.3	-7.0	11.5	10.9
총차입금	6,403.1	6,692.7	6,073.5	6,325.8	6,325.8
순차입금	5,681.1	6,124.4	4,977.6	4,010.5	2,702.3
NOPLAT	994.8	1,032.5	-467.9	2,516.2	2,388.5
FCF	-2,066.8	189.6	1,210.4	1,158.5	1,486.7

Compliance Notice

- 당사는 5월 14일 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 의하 여 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	-30.25	-18.25
	2021-05-17	Buy(Maintain)	130,000원	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(2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%