기업브리프

실적 Review

키움증권

2021.10.29

S-Oil (010950)

윤활기유부문, 역대 최고 영업이익 기록

BUY(Maintain)

목표주가: 144,000원

주가(10/28): 101,500원

시가총액: 114,272억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkdud1222@kiwoom.com

S-Oil의 올해 3분기 영업이익은 5,494억원으로 시장 기대치를 상회하였습니다. 다운스트림 가동률 악화로 석유화학부문의 실적이 둔화되었으나, 정제마진 개선 및 고부가 윤활기유 판매 호조로 정유/윤활기유부문의 실적이 개선되었기 때문입니다. 올해 4분기도 양호한 수급 전망 및 성수기 효과로 시장 기대치를 재차 상회할 전망입니다.

Stock Data

KOSPI(10/28)		3,009.55pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	115,000원	54,300원
등락률	-11.7%	86.9%
수익률	절대	상대
1M	-11.7%	-9.1%
6M	14.7%	21.2%
1Y	78.4%	39.0%

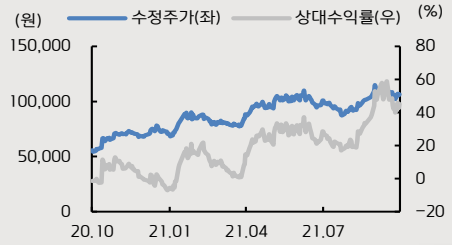
Company Data

발행주식수		112,583천주
일평균 거래량(3M)		336천주
외국인 지분율		78.5%
배당수익률(21E)		2.8%
BPS(21E)		60,110원
주요 주주	AOC 외 10인	63.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	24,394.2	16,829.7	27,228.8	28,865.2
영업이익	420.1	-1,099.1	2,382.4	2,492.2
EBITDA	1,032.5	-467.9	3,006.4	3,084.1
세전이익	110.4	-1,167.8	2,156.7	2,287.5
순이익	65.4	-796.1	1,682.2	1,784.2
지배주주지분순이익	65.4	-796.1	1,682.2	1,784.2
EPS(원)	561	-6,827	14,427	15,301
증감률(%YoY)	-74.6	적전	흑전	6.1
PER(배)	169.8	-10.1	7.4	7.0
PBR(배)	1.7	1.4	1.8	1.5
EV/EBITDA(배)	16.5	-27.6	5.5	4.9
영업이익률(%)	1.7	-6.5	8.7	8.6
ROE(%)	1.0	-13.1	26.5	23.1
순부채비율(%)	94.3	87.6	61.3	33.3

Price Trend



>>> 올해 3분기 영업이익, 시장 기대치 상회

S-Oil의 올해 3분기 영업이익은 5,494억원으로 시장 기대치(4,783억원)를 상회하였다. 석유화학부문 실적 및 재고관련이익 둔화에도 불구하고, 환율/유가 상승 및 마진 개선으로 정유/윤활기유부문의 실적이 개선되었기 때문이다. 특히 윤활기유부문은 역대 최고 영업이익을 기록하였다.

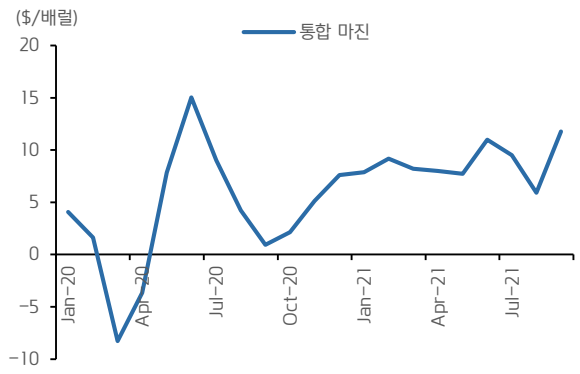
1) 정유부문 영업이익은 1,855억원으로 전 분기 대비 21.6% 증가하였다. 재고가 빠르게 감소하고 있는 가운데, 작년/올해 설비 폐쇄 영향으로 수급 타이트 영향이 발생하고 있기 때문이다. 2) 석유화학부문 영업이익은 751억원으로 전 분기 대비 44.0% 감소하였다. PO의 경우 역내/외 생산 차질로 가격이 재차 반등하였으나, PP/PX/벤젠 등 기타 올레핀 제품과 방향족 제품들이 나프타 가격 상승에 따른 원가 상승, 주요 다운스트림 업체들의 가동률 축소 및 신규 공급 증가에 기인한다. 3) 윤활기유부문 영업이익은 2,888억원으로 전 분기 대비 1.5% 증가하였다. 경쟁사들의 재가동 영향이 있었으나, Group II/III 제품 등 고품질 제품은 견고한 수요가 지속되었고, B-C유 하락으로 견고한 스프레드가 유지되었기 때문이다.

올해 4분기 영업이익은 6,328억원으로 전 분기 대비 15.2% 증가하며, 시장 기대치(5,111억원)를 상회할 전망이다. 타이트한 공급 상황 완화로 윤활기유부문의 영업이익 감소가 예상되나, 성수기 효과 및 사우디 OSP 인하로 정유부문의 실적 개선이 예상되고, 유도체 가동률 개선으로 석유화학부문도 증익이 전망되기 때문이다.

>>> 올해 4분기, 역내 석유제품 수급 타이트 전망

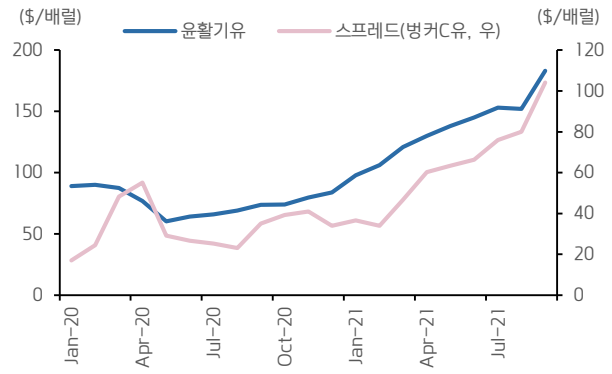
아시아/중동 석유제품 수급은 올해 4분기로 갈수록 더욱 타이트할 전망이다. WTI-Dubai유 스프레드가 축소된 가운데, 역내 수요는 GDP 개선 및 백신 침투율 증가로 작년 대비 300만B/D가 증가할 것으로 전망되고, 공급 순증 물량은 20만B/D에 불과할 것으로 예상되기 때문이다. 참고로 올해 4분기에는 호주/중국/싱가폴 등에서 총 53.5만B/D의 설비 폐쇄가 발생할 전망이다. 실적 개선을 고려하여 목표주가를 기존 대비 10.8% 상향 조정한다.

국내 석유제품 통합 마진 추이



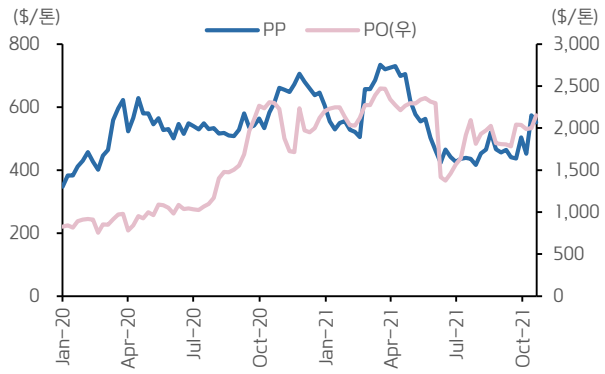
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

국내 윤활기유 가격 및 마진 추이



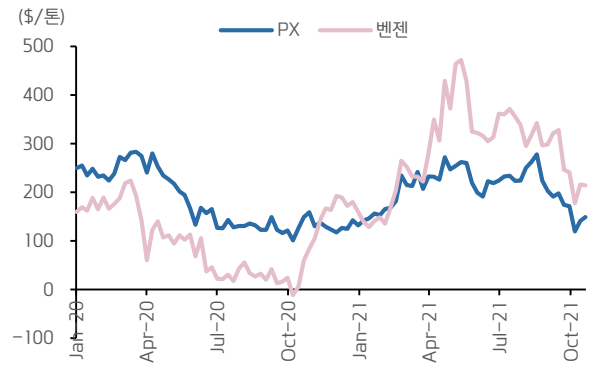
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

국내 PP/PO 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

국내 PX/벤젠 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2018	2019	2020	2021E
매출액	5,198	3,452	3,899	4,280	5,345	6,711	7,117	8,056	25,463	24,394	16,830	27,229
정유	3,956	2,592	2,991	3,096	3,797	4,848	5,223	6,180	20,127	19,009	12,635	20,049
석유화학	808	589	643	822	1,021	1,203	1,183	1,212	3,701	3,870	2,862	4,619
윤활기유	434	271	266	362	526	660	711	663	1,635	1,516	1,333	2,560
영업이익	-1,007	-164	-9	82	629	571	549	633	639	420	-1,099	2,382
%OP	-19.4%	-4.8%	-0.2%	1.9%	11.8%	8.5%	7.7%	7.9%	2.5%	1.7%	-6.5%	8.7%
정유	-1,190	-359	-58	-90	342	153	186	304	64	-25	-1,696	984
석유화학	67	91	-48	73	98	134	75	97	358	255	182	404
윤활기유	116	103	97	110	189	285	289	232	259	220	426	994

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액	24,394.2	16,829.7	27,228.8	28,865.2	27,713.9
매출원가	23,346.8	17,366.2	23,971.4	25,452.0	24,386.5
매출총이익	1,047.4	-536.5	3,257.4	3,413.2	3,327.4
판관비	627.3	562.6	875.0	921.0	883.8
영업이익	420.1	-1,099.1	2,382.4	2,492.2	2,443.7
EBITDA	1,032.5	-467.9	3,006.4	3,084.1	3,010.4
영업외손익	-309.7	-68.7	-225.7	-204.7	-162.5
이자수익	14.0	12.4	22.8	39.6	58.8
이자비용	182.8	158.1	164.6	164.6	164.6
외환관련이익	437.4	680.8	535.1	535.1	535.1
외환관련손실	548.4	549.0	484.7	460.4	437.4
종속 및 관계기업손익	2.6	3.7	3.7	3.7	3.7
기타	-32.5	-58.5	-138.0	-158.1	-158.1
법인세차감전이익	110.4	-1,167.8	2,156.7	2,287.5	2,281.2
법인세비용	44.9	-371.7	474.5	503.2	501.9
계속사업순손익	65.4	-796.1	1,682.2	1,784.2	1,779.3
당기순이익	65.4	-796.1	1,682.2	1,784.2	1,779.3
지배주주순이익	65.4	-796.1	1,682.2	1,784.2	1,779.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-4.2	-31.0	61.8	6.0	-4.0
영업이익 증감율	-34.3	-361.6	-316.8	4.6	-1.9
EBITDA 증감율	3.8	-145.3	-742.5	2.6	-2.4
지배주주순이익 증감율	-74.7	-1,317.3	-311.3	6.1	-0.3
EPS 증감율	-74.6	적전	흑전	6.1	-0.3
매출총이익율(%)	4.3	-3.2	12.0	11.8	12.0
영업이익률(%)	1.7	-6.5	8.7	8.6	8.8
EBITDA Margin(%)	4.2	-2.8	11.0	10.7	10.9
지배주주순이익률(%)	0.3	-4.7	6.2	6.2	6.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,628.9	4,996.5	8,181.5	10,093.2	11,642.9
현금 및 현금성자산	291.0	737.4	1,562.6	2,918.7	4,447.1
단기금융자산	277.3	358.5	463.4	599.0	774.3
매출채권 및 기타채권	1,564.0	1,353.9	2,190.4	2,322.1	2,229.5
재고자산	3,196.0	2,192.3	3,546.9	3,760.1	3,610.1
기타유동자산	577.9	712.9	881.6	1,092.3	1,356.2
비유동자산	10,704.5	10,694.0	10,326.0	10,037.8	9,774.7
투자자산	128.6	125.7	129.4	133.1	136.8
유형자산	10,139.1	10,077.8	9,713.3	9,427.3	9,165.4
무형자산	101.3	98.8	91.6	85.7	80.8
기타비유동자산	335.5	391.7	391.7	391.7	391.7
자산총계	16,333.4	15,690.5	18,507.5	20,131.0	21,417.7
유동부채	5,748.7	6,565.1	7,803.2	7,998.0	7,860.9
매입채무 및 기타채무	2,733.0	3,711.8	4,949.9	5,144.7	5,007.6
단기금융부채	2,893.3	2,670.4	2,670.4	2,670.4	2,670.4
기타유동부채	122.4	182.9	182.9	182.9	182.9
비유동부채	4,088.1	3,442.9	3,695.2	3,695.2	3,695.2
장기금융부채	4,051.9	3,405.7	3,658.0	3,658.0	3,658.0
기타비유동부채	36.2	37.2	37.2	37.2	37.2
부채총계	9,836.8	10,008.0	11,498.4	11,693.2	11,556.1
지배지분	6,496.6	5,682.5	7,009.1	8,437.8	9,861.5
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	27.3	25.6	19.3	13.0	6.7
이익잉여금	4,848.2	4,035.7	5,368.6	6,803.6	8,233.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,496.6	5,682.5	7,009.1	8,437.8	9,861.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	679.4	1,631.0	732.4	1,885.0	2,097.0
당기순이익	65.4	-796.1	1,682.2	1,784.2	1,779.3
비현금항목의 가감	639.7	358.2	932.0	912.0	866.2
유형자산감가상각비	604.3	623.7	616.8	586.0	561.9
무형자산감가상각비	8.1	7.6	7.2	5.9	4.9
지분법평가손익	-3.0	-3.7	-3.7	-3.7	-3.7
기타	30.3	-269.4	311.7	323.8	303.1
영업활동자산부채증감	105.1	2,183.0	-1,307.8	-225.1	16.9
매출채권및기타채권의감소	312.7	107.7	-836.6	-131.6	92.6
재고자산의감소	20.7	1,030.0	-1,354.6	-213.2	150.0
매입채무및기타채무의증가	239.2	381.5	1,238.0	194.8	-137.1
기타	-467.5	663.8	-354.6	-75.1	-88.6
기타현금흐름	-130.8	-114.1	-574.0	-586.1	-565.4
투자활동 현금흐름	-1,069.5	-635.6	-397.4	-475.8	-515.5
유형자산의 취득	-827.3	-547.1	-252.3	-300.0	-300.0
유형자산의 처분	6.2	23.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.1	2.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-5.6	6.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-219.9	-81.2	-104.9	-135.6	-175.3
기타	-23.0	-40.1	-40.2	-40.2	-40.2
재무활동 현금흐름	16.5	-548.7	189.2	-412.2	-412.2
차입금의 증가(감소)	93.0	-474.0	252.3	0.0	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	-29.2	-11.7	-0.1	-349.3	-349.3
기타	-47.3	-63.0	-63.0	-62.9	-62.9
기타현금흐름	0.1	-0.3	300.9	359.1	359.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-373.5	446.4	825.1	1,356.1	1,528.4
기초현금 및 현금성자산	664.5	291.0	737.4	1,562.6	2,918.7
기말현금 및 현금성자산	291.0	737.4	1,562.6	2,918.7	4,447.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	561	-6,827	14,427	15,301	15,260
BPS	55,715	48,733	60,110	72,362	84,572
CFPS	6,047	-3,755	22,420	23,123	22,688
DPS	200	0	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	169.8	-10.1	7.4	7.0	7.0
PER(최고)	197.8	-14.2	8.1		
PER(최저)	142.4	-7.1	4.6		
PBR	1.7	1.4	1.8	1.5	1.3
PBR(최고)	2.0	2.0	2.0		
PBR(최저)	1.4	1.0	1.1		
PSR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
PCFR	15.8	-18.4	4.8	4.6	4.7
EV/EBITDA	16.5	-27.6	5.5	4.9	4.4
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	34.4	0.0	20.1	18.9	19.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.2	0.0	2.8	2.8	2.8
ROA	0.4	-5.0	9.8	9.2	8.6
ROE	1.0	-13.1	26.5	23.1	19.4
ROIC	2.3	-9.3	17.2	17.5	17.5
매출채권회전율	14.4	11.5	15.4	12.8	12.2
재고자산회전율	7.7	6.2	9.5	7.9	7.5
부채비율	151.4	176.1	164.0	138.6	117.2
순차입금비율	94.3	87.6	61.3	33.3	11.2
이자보상배율	2.3	-7.0	14.5	15.1	14.8
총차입금	6,692.7	6,073.5	6,325.8	6,325.8	6,325.8
순차입금	6,124.4	4,977.6	4,299.8	2,808.1	1,104.4
NOPLAT	1,032.5	-467.9	3,006.4	3,084.1	3,010.4
FCF	189.6	1,210.4	922.1	2,010.7	2,189.7

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 10월 28일 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

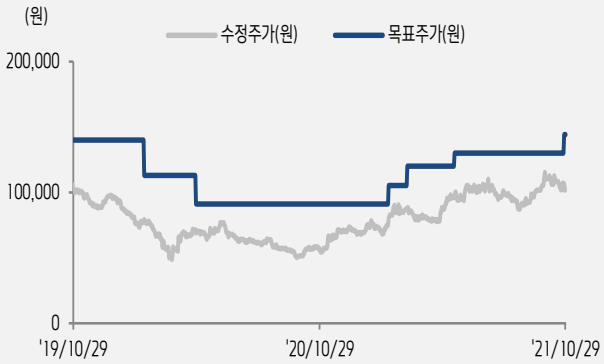
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
S-Oil (010950)	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	-29.95	-18.25
	2021-05-17	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-24.25	-15.38
	2021-08-31	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-22.85	-11.54
	2021-10-29	Buy(Maintain)	144,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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(2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%