



BUY(Maintain)

목표주가: 118,000원
주가(1/27): 85,300원
시가총액: 96,033억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(1/27)	2,614.49pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	115,000원	68,200원
등락률	-25.8%	25.1%
수익률	절대	상대
1M	-2.4%	12.0%
6M	-13.3%	7.2%
1Y	20.5%	43.9%

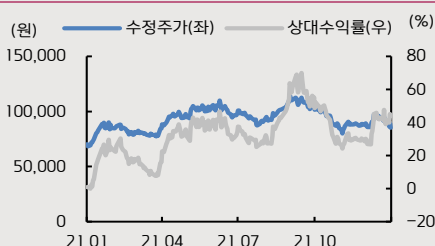
Company Data

발행주식수	112,583천주
일평균 거래량(3M)	332천주
외국인 지분율	77.9%
배당수익률(21E)	3.5%
BPS(21E)	58,535원
주요 주주	AOC 외 10인 63.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	24,394.2	16,829.7	27,463.9	30,138.0
영업이익	420.1	-1,099.1	2,306.4	2,284.0
EBITDA	1,032.5	-467.9	2,930.3	2,866.2
세전이익	110.4	-1,167.8	2,081.3	2,071.9
순이익	65.4	-796.1	1,498.5	1,553.9
지배주주지분순이익	65.4	-796.1	1,498.5	1,553.9
EPS(원)	561	-6,827	12,851	13,326
증감률(%YoY)	-74.6	적전	흑전	3.7
PER(배)	169.8	-10.1	6.7	6.7
PBR(배)	1.7	1.4	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	16.5	-27.6	4.9	4.8
영업이익률(%)	1.7	-6.5	8.4	7.6
ROE(%)	1.0	-13.1	24.0	20.9
순부채비율(%)	94.3	87.6	64.3	45.1

Price Trend



S-Oil (010950)

견고한 정제마진 효과 지속



S-Oil의 작년 4분기 영업이익은 5,567억원으로 전 분기 대비 1.3% 증가하며, 시장 기대치에 부합하였다. 석유화학부문의 공급 과잉 지속에도 불구하고, 복합 정제마진 개선으로 정유부문의 실적이 전 분기 대비 21.6% 증가하였기 때문이다. 올해 상반기 기도 공급 증가 제한, 중국의 수출량 감소 및 역내/외 재고 부족 현상 지속으로 견고한 수익성이 지속될 전망이다.

>>> 작년 4분기 영업이익, 시장 기대치 부합

S-Oil의 작년 4분기 영업이익은 5,567억원으로 전 분기 대비 1.3% 증가하며, 시장 기대치를 대체적으로 부합하였다. 석유화학부문의 실적 둔화에도 불구하고, 환율/유가 상승 및 마진 개선으로 정유/유탄기유부문의 호실적이 이어졌기 때문이다.

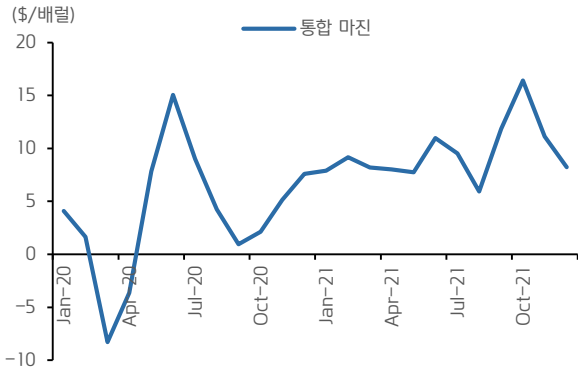
1) 정유부문 영업이익은 3,476억원으로 전 분기 대비 21.6% 증가하였다. 재고가 빠르게 감소하고 있는 가운데, 휘발유/경유 등이 작년/올해 설비 폐쇄 영향으로 수급 타이트 영향이 발생하고 있기 때문이다. 또한 벵커C유 가격 하락으로 복합정제마진이 강세로 전환된 점도 실적에 긍정적으로 작용한 것으로 판단된다. 2) 석유화학부문 영업이익은 -350억원으로 전 분기 대비 적자전환을 하였다. 휘발유/원유 가격 강세 등으로 주요 원재료인 나프타 가격이 높은 수준을 유지하였고, 신규 아로마틱/올레핀 설비들의 가동으로 공급이 확대되었기 때문이다. 3) 유탄기유부문 영업이익은 2,888억원으로 전 분기 대비 17.0% 감소하였다. 역내/외 설비 가동을 개선으로 유탄기유 공급 물량이 늘며 스프레드가 축소되었기 때문이다. 다만 고품질 제품에 대한 견고한 수요로 영업이익률은 30%를 상회하였다.

>>> 올해 상반기, 정제마진 강세 지속 전망

올해 상반기 정제마진은 강세를 이어갈 전망이다. 작년 대비 설비의 순증 물량 증가 전망에도 불구하고, 공급을 초과하는 수요 증가 전망, 중국 석유제품 수출 감소, 전반적인 재고 부족 현상이 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 다만 하반기로 갈수록 Rongsheng/Shenghong/Hindustan Petroleum/Al Zour/CNPC 등의 신규 설비 가동 영향, 역내 정제설비 가동을 개선, 재고관련 이익 감소, 동사의 정기보수 진행 등으로 동사의 올해 연간 영업이익은 창사 최대인 작년 대비는 소폭 조정 받을 것으로 예상된다. 이에 목표주가를 11.8만원으로 하향 조정한다.

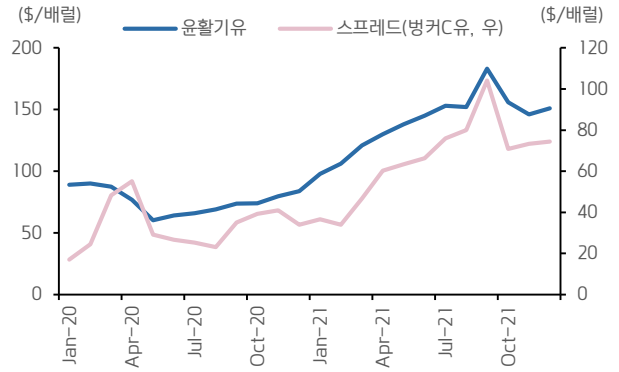
한편 동사의 신규 성장동력인 Shaheen 프로젝트는 올해 6월 FEED 작업을 마치고, 연내 최종투자승인을 완료할 계획이다. 세계 최초의 브라운필드 형태로 진행될 것으로 보이는 동사의 TC2C 공정은 나프타-원유 마진 획득, C2/C3 수율 조절 가능, 저부가 스트림 활용, 화학제품 수율 확대 등으로 기존 정유/화학 설비의 수익성에 큰 기여를 할 전망이다.

국내 석유제품 통합 마진 추이



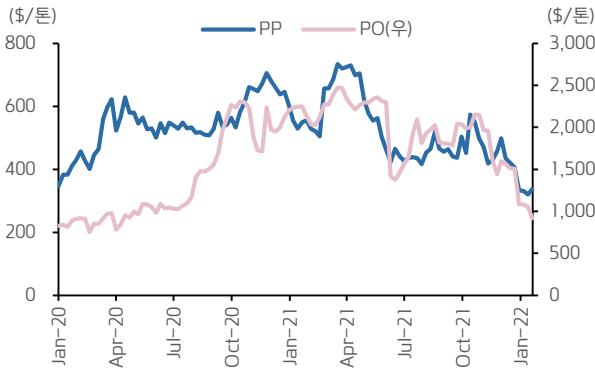
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

국내 운할기유 가격 및 마진 추이



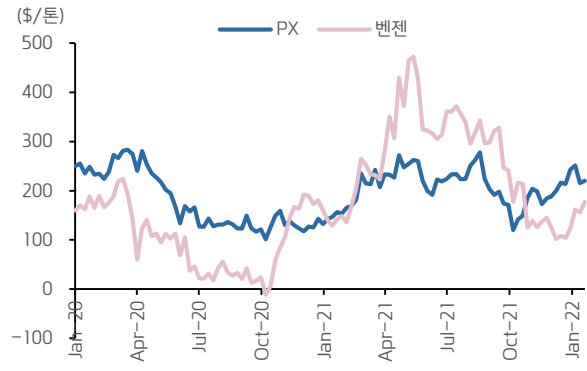
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

국내 PP/PO 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

국내 PX/벤젠 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021P	2022E
매출액	5,345	6,711	7,117	8,291	7,833	7,724	7,520	7,061	24,394	16,830	27,464	30,138
정유	3,797	4,848	5,223	6,322	6,061	5,948	5,802	5,423	19,009	12,635	20,191	23,235
석유화학	1,021	1,203	1,183	1,250	1,124	1,123	1,084	1,009	3,870	2,862	4,657	4,341
운할기유	526	660	711	719	648	653	633	628	1,516	1,333	2,616	2,562
영업이익	629	571	549	557	582	539	584	579	420	-1,099	2,306	2,284
%OP	11.8%	8.5%	7.7%	6.7%	7.4%	7.0%	7.8%	8.2%	1.7%	-6.5%	8.4%	7.6%
정유	342	153	186	348	314	253	297	265	-25	-1,696	1,028	1,128
석유화학	98	134	75	-31	47	68	80	112	255	182	277	307
운할기유	189	285	289	240	222	218	208	202	220	426	1,002	849

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액	24,394.2	16,829.7	27,463.9	30,138.0	27,102.6
매출원가	23,346.8	17,366.2	24,275.5	26,895.4	23,737.1
매출총이익	1,047.4	-536.5	3,188.4	3,242.6	3,365.5
판매비	627.3	562.6	882.1	958.6	867.3
영업이익	420.1	-1,099.1	2,306.4	2,284.0	2,498.2
EBITDA	1,032.5	-467.9	2,930.3	2,866.2	3,088.7
영업외손익	-309.7	-68.7	-225.1	-212.1	-168.1
이자수익	14.0	12.4	20.5	29.2	50.3
이자비용	182.8	158.1	161.7	161.7	161.7
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	-158.0	-158.1
법인세차감전이익	110.4	-1,167.8	2,081.3	2,071.9	2,330.2
법인세비용	44.9	-371.7	582.8	518.0	582.5
계속사업순손익	65.4	-796.1	1,498.5	1,553.9	1,747.6
당기순이익	65.4	-796.1	1,498.5	1,553.9	1,747.6
지배주주순이익	65.4	-796.1	1,498.5	1,553.9	1,747.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-4.2	-31.0	63.2	9.7	-10.1
영업이익 증감율	-34.3	-361.6	-309.8	-1.0	9.4
EBITDA 증감율	3.8	-145.3	-726.3	-2.2	7.8
지배주주순이익 증감율	-74.7	-1,317.3	-288.2	3.7	12.5
EPS 증감율	-74.6	적전	흑전	3.7	12.5
매출총이익률(%)	4.3	-3.2	11.6	10.8	12.4
영업이익률(%)	1.7	-6.5	8.4	7.6	9.2
EBITDA Margin(%)	4.2	-2.8	10.7	9.5	11.4
지배주주순이익률(%)	0.3	-4.7	5.5	5.2	6.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,628.9	4,996.5	8,025.8	9,435.8	10,753.2
현금 및 현금성자산	291.0	737.4	1,357.3	1,993.1	3,686.1
단기금융자산	277.3	358.5	463.4	599.0	774.3
매출채권 및 기타채권	1,564.0	1,353.9	2,209.4	2,424.5	2,180.3
재고자산	3,196.0	2,192.3	3,577.5	3,925.9	3,530.5
기타유동자산	577.9	712.9	881.6	1,092.3	1,356.3
비유동자산	10,704.5	10,694.0	10,211.2	10,317.9	10,031.2
투자자산	128.6	125.7	129.4	133.1	136.8
유형자산	10,139.1	10,077.8	9,598.5	9,707.4	9,421.9
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	18,237.0	19,753.7	20,784.4
유동부채	5,748.7	6,565.1	7,831.1	8,149.5	7,788.1
매입채무 및 기타채무	2,733.0	3,711.8	4,977.9	5,296.2	4,934.9
단기금융부채	2,893.3	2,670.4	2,670.4	2,670.4	2,670.4
기타유동부채	122.4	182.9	182.8	182.9	182.8
비유동부채	4,088.1	3,442.9	3,580.4	3,580.4	3,580.4
장기금융부채	4,051.9	3,405.7	3,543.2	3,543.2	3,543.2
기타비유동부채	36.2	37.2	37.2	37.2	37.2
부채총계	9,836.8	10,008.0	11,411.6	11,729.9	11,368.6
자본지분	6,496.6	5,682.5	6,825.4	8,023.8	9,415.8
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	5,185.0	6,389.6	7,788.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,496.6	5,682.5	6,825.4	8,023.8	9,415.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	679.4	1,631.0	527.1	1,549.9	2,261.6
당기순이익	65.4	-796.1	1,498.5	1,553.9	1,747.6
비현금항목의 가감	639.7	358.2	1,039.6	924.5	976.2
유형자산감가상각비	604.3	623.7	616.8	576.3	585.5
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	419.3	346.0	389.5
영업활동자산부채증감	105.1	2,183.0	-1,329.4	-320.2	189.6
매출채권및기타채권의감소	312.7	107.7	-855.5	-215.1	244.2
재고자산의감소	20.7	1,030.0	-1,385.3	-348.3	395.4
매입채무및기타채무의증가	239.2	381.5	1,266.0	318.4	-361.4
기타	-467.5	663.8	-354.6	-75.2	-88.6
기타현금흐름	-130.8	-114.1	-681.6	-608.3	-651.8
투자활동 현금흐름	-1,069.5	-635.6	-282.6	-861.0	-515.5
유형자산의 취득	-827.3	-547.1	-137.5	-685.2	-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	74.4	-412.2	-412.2
차입금의 증가(감소)	93.0	-474.0	137.5	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	619.9	635.8	1,693.0
기초현금 및 현금성자산	664.5	291.0	737.4	1,357.3	1,993.1
기말현금 및 현금성자산	291.0	737.4	1,357.3	1,993.1	3,686.1

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	561	-6,827	12,851	13,326	14,988
BPS	55,715	48,733	58,535	68,812	80,750
CFPS	6,047	-3,755	21,767	21,254	23,359
DPS	200	0	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	169.8	-10.1	6.7	6.7	6.0
PER(최고)	197.8	-14.2	9.1		
PER(최저)	142.4	-7.1	5.2		
PBR	1.7	1.4	1.5	1.3	1.1
PBR(최고)	2.0	2.0	2.0		
PBR(최저)	1.4	1.0	1.1		
PSR	0.5	0.5	0.4	0.3	0.4
PCFR	15.8	-18.4	3.9	4.2	3.8
EV/EBITDA	16.5	-27.6	4.9	4.8	3.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	34.4	0.0	22.5	21.7	19.3
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.2	0.0	3.5	3.4	3.4
ROA	0.4	-5.0	8.8	8.2	8.6
ROE	1.0	-13.1	24.0	20.9	20.0
ROIC	2.3	-9.3	15.4	15.2	16.7
매출채권회전율	14.4	11.5	15.4	13.0	11.8
재고자산회전율	7.7	6.2	9.5	8.0	7.3
부채비율	151.4	176.1	167.2	146.2	120.7
순차입금비율	94.3	87.6	64.3	45.1	18.6
이자보상배율	2.3	-7.0	14.3	14.1	15.5
총차입금	6,692.7	6,073.5	6,211.0	6,211.0	6,211.0
순차입금	6,124.4	4,977.6	4,390.2	3,618.8	1,750.5
NOPLAT	1,032.5	-467.9	2,930.3	2,866.2	3,088.7
FCF	189.6	1,210.4	817.7	1,289.8	2,353.7

Compliance Notice

- 당사는 1월 27일 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

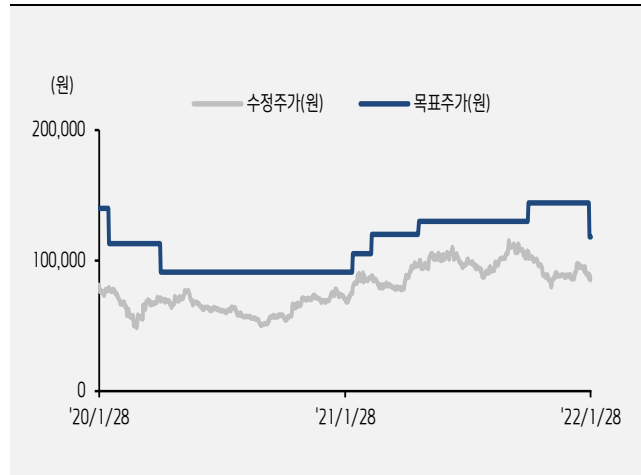
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
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	-36.64	-28.82
	2022-01-28	Buy(Maintain)	118,000원	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(2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%