



# BUY(Maintain)

목표주가: 123,000원

주가(3/23): 89,400원

시가총액: 100,649억원



화학/정유 Analyst 이동욱  
treestump@kiwoom.com

RA 권준수  
wkudud1222@kiwoom.com

## Stock Data

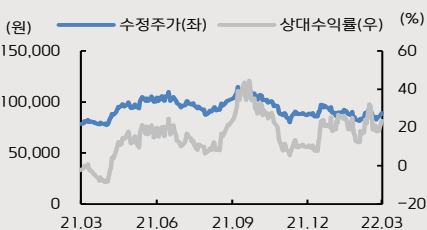
KOSPI(3/23)	2,735.05pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	115,000원	77,400원
등락률	-22.3%	15.5%
수익률	절대	상대
1M	9.8%	9.2%
6M	-14.0%	-1.7%
1Y	11.5%	22.5%

발행주식수	112,583천주
일평균 거래량(3M)	444천주
외국인 지분율	78.3%
배당수익률(22E)	6.9%
BPS(22E)	72,411원
주요 주주	AOC 외 10인 63.4%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	16,829.7	27,463.9	40,015.6	33,317.2
영업이익	-1,099.1	2,140.9	3,159.1	2,446.9
EBITDA	-467.9	2,792.7	3,786.8	3,078.7
세전이익	-1,167.8	1,878.0	2,845.0	2,168.1
순이익	-796.1	1,378.5	2,133.8	1,626.1
지배주주지분순이익	-796.1	1,378.5	2,133.8	1,626.1
EPS(원)	-6,827	11,822	18,299	13,945
증감률(%)YoY	적전	흑전	54.8	-23.8
PER(배)	-10.1	7.2	4.9	6.4
PBR(배)	1.4	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	-27.6	4.9	3.7	3.9
영업이익률(%)	-6.5	7.8	7.9	7.3
ROE(%)	-13.1	21.8	27.7	18.2
순부채비율(%)	87.6	55.4	42.4	17.2

## Price Trend



# S-Oil(010950)

## 공포가 불러일으킨 초호황



S-Oil은 국내 경쟁사 상장 진행에 따른 수급 부담, 유가/매크로 환경 변동성 심화, EV 침투율 확대 및 석유화학부문 원가 상승 등으로 최근 주가가 부진한 상황입니다. 다만 러시아/중국 등의 석유제품 수출 감소, 불확실성 증가로 인한 신규 프로젝트들의 투자 급감, 코비드 19 이전으로 회복한 주요 제품 수요/재고 등으로 작년에 이어 올해도 창사 최대 영업이익을 기록할 전망입니다. 또한 동사는 올해/내년 대규모 투자 제한으로 배당도 큰 폭으로 증가할 가능성이 커 보입니다.

### >>> 올해 1분기, 어닝 서프라이즈 전망

S-Oil의 올해 1분기 영업이익은 1조2,020억원으로 전 분기 대비 207.2% 증가하며, 최근 급격히 높아진 시장 기대치(7,184억원)를 크게 상회할 전망이다. 석유화학부문의 원가 상승에도 불구하고, 환율/유가 상승 및 마진 개선으로 정유부문의 실적이 큰 폭으로 개선될 것으로 예상되기 때문이다. 참고로 올해 1분기 영업이익은 역대 최대 수치를 기록하였던 작년 연간 영업이익의 56%를 상회하는 수치이다.

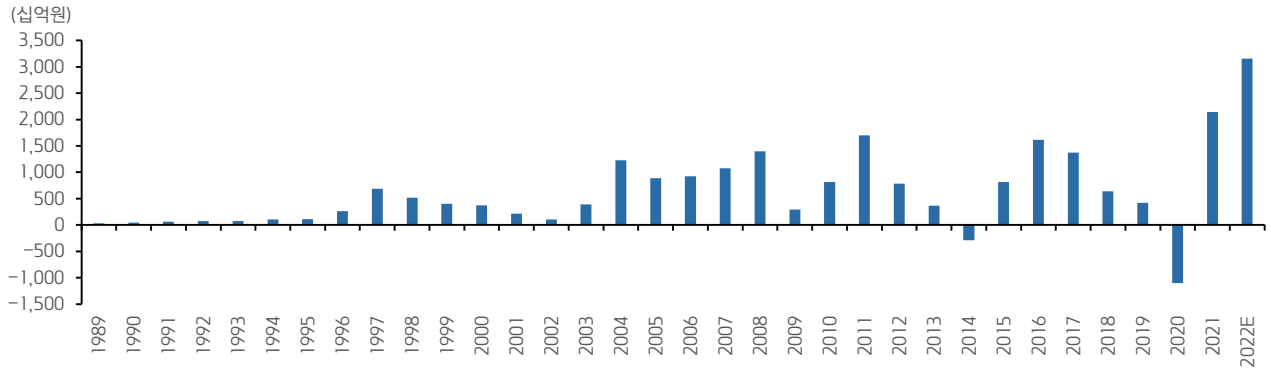
- 1) 정유부문 영업이익은 1조559억원으로 전 분기 대비 203.8% 증가할 전망이다. 유가 급등으로 재고 관련 이익이 증가할 것으로 예상되는 가운데, 수출주에 우호적인 환율 효과가 지속되고 있고, 유럽 등의 공급 차질 및 중국의 수출 제한으로 역대 석유제품의 타이트한 수급 현상이 유지되고 있기 때문이다.
- 2) 석유화학부문 영업이익은 -350억원으로 전 분기에 이어 적자를 지속할 전망이다. 판가가 상승하고 있으나, 역대 신규 설비들의 가동 및 나프타 등 주요 원재료의 가격 상승으로 원가 부담이 지속되고 있기 때문이다.
- 3) 윤활기유부문 영업이익은 1,815억원으로 전 분기 대비 24.2% 감소할 전망이다. 역대 정제설비 가동을 확대하여 물량이 증가하는 가운데, 유가 상승으로 원재료 가격이 상승하고 있기 때문이다. 다만 아람코 Prima/Ultra 등 고급 기유 수요가 견고한 가운데, 일부 경쟁 설비의 T/A 진행 및 작년 대비 세계 Group II/III 기유의 공급 감소(YoY -81.6%)로 윤활기유부문은 올해도 높은 수익성(20% 후반대)을 지속할 전망이다.

### >>> 코비드 19 이전으로 회복한 제품 수요

동사의 올해 연간 영업이익은 3조1,591억원으로 작년에 이어 증익 추세가 이어질 전망이다. 석유제품 수급 상황이 더욱 타이트해질 것으로 예상되기 때문이다. 올해는 지연되었던 신증설 프로젝트들(중국/쿠웨이트/인도 등)의 가동에도 불구하고, Jet를 제외한 Gasoil/Fuel Oil/Gasoline 등 주요 석유 제품들의 수요가 코비드 19 이전 수준으로 회복할 전망이다. 또한 러시아/중국 석유제품 수출 제한 및 중국 Teapot 가동을 급감은 역대 수급 부족 현상을 더욱 심화시킬 것으로 판단된다.

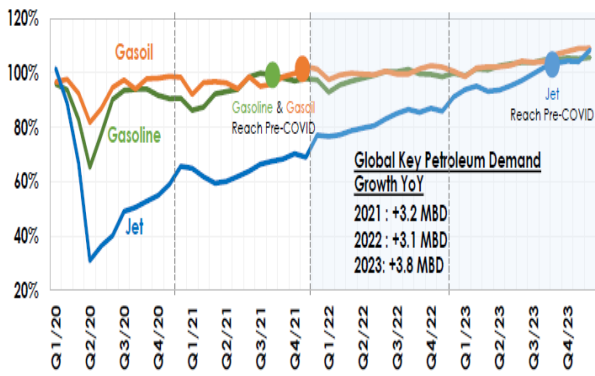
한편 EV 침투율 확대, 유가/매크로 환경 변동성 확대 등으로 대규모 투자가 필요한 그린필드 정제설비의 투자 유인 감소 및 노후 설비들의 철수/전환 등으로 역대 수급은 2026년까지 타이트할 가능성도 있어 보인다.

### S-Oil 장기 영업이익 추이/전망



자료: S-Oil, 키움증권 리서치

### 세계 주요 석유제품 수요 추이/전망(19년 평균=100%)



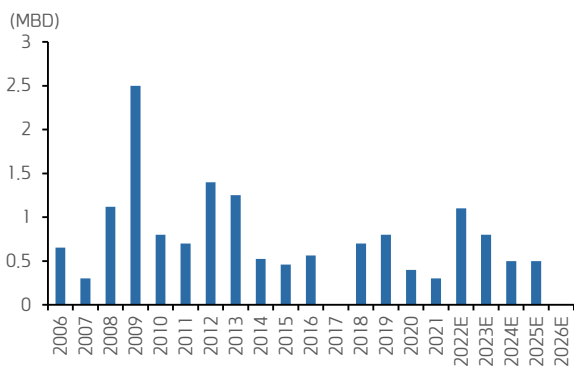
자료: FGE, 키움증권 리서치

### 중국 Teapot(산동) 가동률 추이



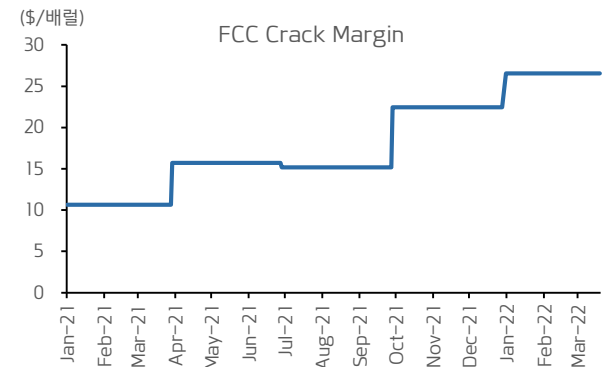
자료: SCI99, 키움증권 리서치

### 역내 CDU 순증 추이/전망



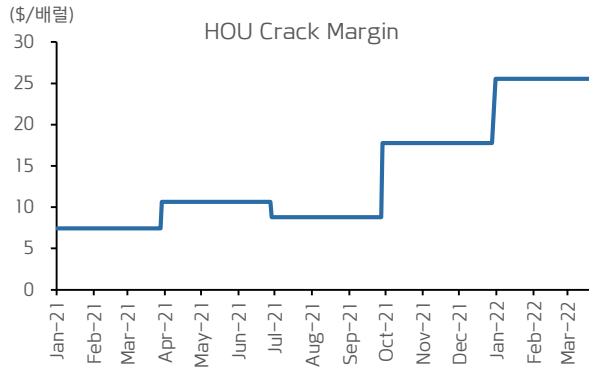
자료: FGE, Platts, Reuters, 키움증권 리서치

### FCC Crack Margin 추이(분기 Spot 평균, 추정치)



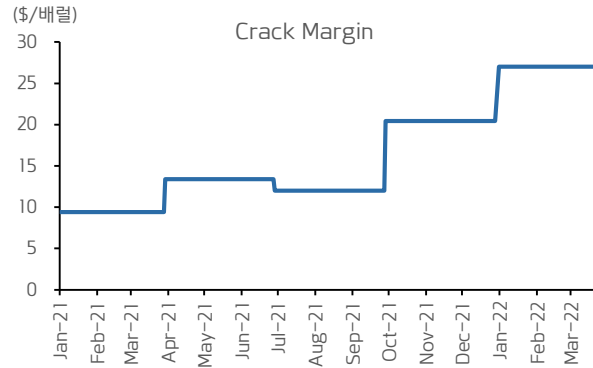
자료: 페트로넬, 키움증권 리서치

HOU Crack Margin 추이(분기 Spot 평균, 추정치)



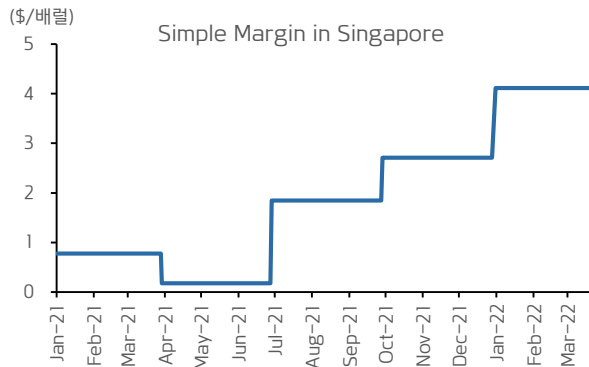
자료: 페트로넛, 키움증권 리서치

Crack Margin 추이(분기 Spot 평균, 추정치)



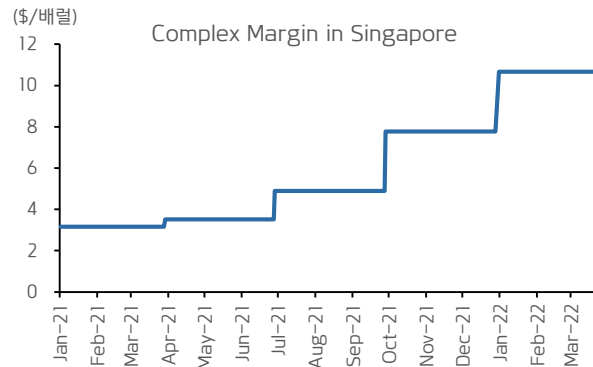
자료: 페트로넛, 키움증권 리서치

싱가폴 단순정제마진 추이(분기 Spot 평균, 추정치)



자료: 페트로넛, 키움증권 리서치

싱가폴 복합정제마진 추이(분기 Spot 평균, 추정치)



자료: 페트로넛, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21*	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021*	2022E
매출액	5,345	6,711	7,117	8,291	9,999	10,018	10,498	9,501	24,394	16,830	27,464	40,016
정유	3,797	4,848	5,223	6,322	8,184	8,265	8,791	7,904	19,009	12,635	20,191	33,143
석유화학	1,021	1,203	1,183	1,250	1,129	1,130	1,028	920	3,870	2,862	4,657	4,208
운활기유	526	660	711	719	686	623	679	677	1,516	1,333	2,616	2,665
영업이익	629	571	549	391	1,202	617	654	686	420	-1,099	2,141	3,159
%OP	11.8%	8.5%	7.7%	4.7%	12.0%	6.2%	6.2%	7.2%	1.7%	-6.5%	7.8%	7.9%
정유	342	153	186	348	1,056	430	419	466	-25	-1,696	1,028	2,371
석유화학	98	134	75	-31	-35	17	57	47	255	182	277	85
운활기유	189	285	289	240	182	170	178	173	220	426	1,002	703

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	16,829.7	27,463.9	40,015.6	33,317.2	34,983.1
매출원가	17,366.2	24,695.2	35,965.0	30,120.6	31,325.4
매출총이익	-536.5	2,768.7	4,050.7	3,196.7	3,657.7
판매비	562.6	627.8	891.5	749.7	782.0
<b>영업이익</b>	-1,099.1	2,140.9	3,159.1	2,446.9	2,875.7
<b>EBITDA</b>	-467.9	2,792.7	3,786.8	3,078.7	3,477.5
영업외손익	-68.7	-262.9	-314.1	-278.8	-254.0
이자수익	12.4	9.0	11.9	21.6	28.8
이자비용	158.1	109.8	116.3	119.1	128.5
외환관련이익	680.8	325.5	314.3	314.3	314.3
외환관련손실	549.0	646.8	568.6	540.2	513.2
종속 및 관계기업손익	3.7	1.8	1.8	1.8	1.8
기타	-58.5	157.4	42.8	42.8	42.8
<b>법인세차감전이익</b>	-1,167.8	1,878.0	2,845.0	2,168.1	2,621.8
법인세비용	-371.7	499.5	711.3	542.0	655.4
계속사업순이익	-796.1	1,378.5	2,133.8	1,626.1	1,966.3
<b>당기순이익</b>	-796.1	1,378.5	2,133.8	1,626.1	1,966.3
<b>지배주주순이익</b>	-796.1	1,378.5	2,133.8	1,626.1	1,966.3
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-31.0	63.2	45.7	-16.7	5.0
영업이익 증감율	-361.6	-294.8	47.6	-22.5	17.5
EBITDA 증감율	-145.3	-696.9	35.6	-18.7	13.0
지배주주순이익 증감율	-1,316.7	-273.2	54.8	-23.8	20.9
EPS 증감율	적전	흑전	54.8	-23.8	20.9
매출총이익률(%)	-3.2	10.1	10.1	9.6	10.5
영업이익률(%)	-6.5	7.8	7.9	7.3	8.2
EBITDA Margin(%)	-2.8	10.2	9.5	9.2	9.9
지배주주순이익률(%)	-4.7	5.0	5.3	4.9	5.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	4,996.5	8,377.4	11,622.5	12,406.1	14,371.8
현금 및 현금성자산	737.4	1,945.5	2,604.4	4,721.0	6,302.6
단기금융자산	358.5	26.0	1.9	0.1	0.0
매출채권 및 기타채권	1,353.9	2,080.8	3,031.8	2,524.3	2,650.5
재고자산	2,192.3	3,545.3	5,165.6	4,300.9	4,516.0
기타유동자산	712.9	805.8	820.7	859.9	902.7
<b>비유동자산</b>	10,694.0	10,315.8	10,383.3	10,061.5	10,469.7
투자자산	125.7	134.2	144.2	154.2	164.1
유형자산	10,077.8	9,564.8	9,632.0	9,308.0	9,712.6
무형자산	98.8	108.4	98.7	90.9	84.5
기타비유동자산	391.7	508.4	508.4	508.4	508.5
<b>자산총계</b>	15,690.5	18,693.2	22,005.8	22,467.6	24,841.5
<b>유동부채</b>	6,565.1	8,505.0	10,019.6	9,383.7	9,690.3
매입채무 및 기타채무	3,711.8	5,252.9	6,767.5	6,131.6	6,438.2
단기금융부채	2,670.4	2,891.2	2,891.2	2,891.2	2,891.2
기타유동부채	182.9	360.9	360.9	360.9	360.9
<b>비유동부채</b>	3,442.9	3,200.2	3,542.8	3,692.8	4,192.8
장기금융부채	3,405.7	3,159.4	3,502.0	3,652.0	4,152.0
기타비유동부채	37.2	40.8	40.8	40.8	40.8
<b>부채총계</b>	10,008.0	11,705.2	13,562.4	13,076.5	13,883.1
<b>자본지분</b>	5,682.5	6,988.0	8,443.4	9,391.2	10,958.5
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	25.6	33.2	76.7	120.2	163.8
이익잉여금	4,035.7	5,333.7	6,745.6	7,649.8	9,173.6
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	5,682.5	6,988.0	8,443.4	9,391.2	10,958.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,631.0	1,477.2	1,274.1	2,899.2	2,774.0
당기순이익	-796.1	1,378.5	2,133.8	1,626.1	1,966.3
비현금항목의 가감	358.2	1,248.3	1,384.3	1,212.3	1,297.8
유형자산감가상각비	623.7	644.0	618.0	624.0	595.4
무형자산감가상각비	7.6	7.8	9.6	7.8	6.4
지분법평가손익	-3.7	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
기타	-269.4	598.3	758.5	582.3	697.8
영업활동자산부채증감	2,183.0	-966.7	-1,433.3	695.4	260.0
매출채권및기타채권의감소	107.7	-772.2	-951.0	507.5	-126.2
재고자산의감소	1,030.0	-1,390.7	-1,620.3	864.7	-215.0
매입채무및기타채무의증가	381.5	1,066.2	1,514.6	-635.9	306.6
기타	663.8	130.0	-376.6	-40.9	294.6
기타현금흐름	-114.1	-182.9	-810.7	-634.6	-750.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	-635.6	196.6	-689.5	-326.7	-1,028.3
유형자산의 취득	-547.1	-272.0	-685.2	-300.0	-1,000.0
유형자산의 처분	23.8	175.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	2.4	-12.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	6.6	-6.7	-8.2	-8.2	-8.2
단기금융자산의감소(증가)	-81.2	332.5	24.1	1.7	0.1
기타	-40.1	-20.2	-20.2	-20.2	-20.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	-548.7	-466.1	-168.1	-640.1	-290.1
차입금의 증가(감소)	-474.0	-281.4	342.6	150.0	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	-11.7	-116.5	-442.5	-721.9	-721.9
기타	-63.0	-68.2	-68.2	-68.2	-68.2
기타현금흐름	-0.3	0.5	242.4	184.3	126.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	446.4	1,208.1	658.8	2,116.8	1,581.6
기초현금 및 현금성자산	291.0	737.4	1,945.5	2,604.3	4,721.1
기말현금 및 현금성자산	737.4	1,945.5	2,604.3	4,721.1	6,302.7

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-6,827	11,822	18,299	13,945	16,863
BPS	48,733	59,929	72,411	80,539	93,980
CFPS	-3,755	22,527	30,171	24,342	27,993
DPS	0	3,800	6,200	6,200	3,800
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-10.1	7.2	4.9	6.4	5.3
PER(최고)	-14.2	9.9	5.4		
PER(최저)	-7.1	5.6	4.4		
PBR	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
PBR(최고)	2.0	2.0	1.4		
PBR(최저)	1.0	1.1	1.1		
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
PCFR	-18.4	3.8	3.0	3.7	3.2
EV/EBITDA	-27.6	4.9	3.7	3.9	3.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	31.0	32.7	42.9	21.8
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	4.4	6.9	6.9	4.3
ROA	-5.0	8.0	10.5	7.3	8.3
ROE	-13.1	21.8	27.7	18.2	19.3
ROIC	-9.3	17.6	20.8	16.0	19.3
매출채권회전율	11.5	16.0	15.7	12.0	13.5
재고자산회전율	6.2	9.6	9.2	7.0	7.9
부채비율	176.1	167.5	160.6	139.2	126.7
순차입금비율	87.6	55.4	42.4	17.2	4.9
이자보상배율	-7.0	19.5	27.2	20.5	22.4
총차입금	6,073.5	5,841.9	6,184.5	6,334.5	6,834.5
순차입금	4,977.6	3,870.4	3,578.2	1,613.3	531.9
NOPLAT	-467.9	2,792.7	3,786.8	3,078.7	3,477.5
FCF	1,210.4	1,449.2	878.5	2,862.4	2,018.5

Compliance Notice

- 당사는 3월 23일 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

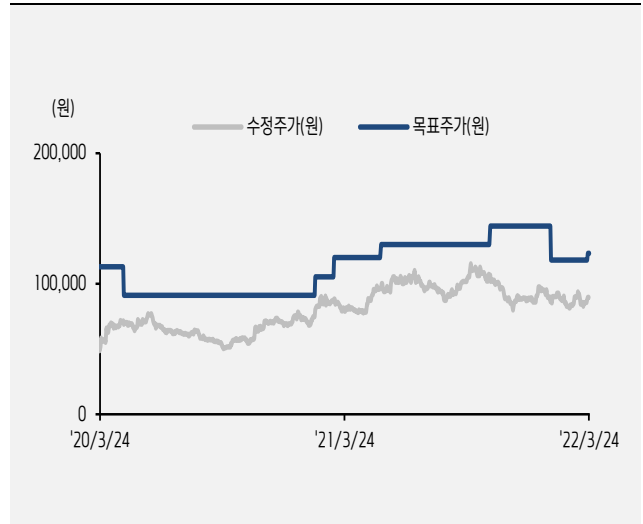
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
S-Oil (010950)	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	-26.12	-20.68
	2022-03-24	Buy(Maintain)	123,000원	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%