



# BUY(Maintain)

목표주가: 135,000원  
주가(5/11): 106,000원  
시가총액: 119,338억원



화학/정유 Analyst 이동욱  
treestump@kiwoom.com

RA 권준수  
wkud1222@kiwoom.com

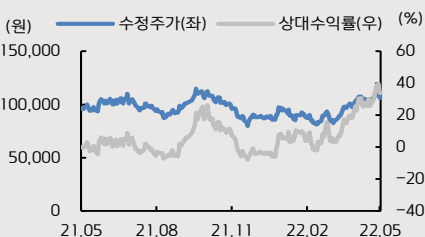
## Stock Data

KOSPI(5/11)	2,592.27pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	115,000원	79,900원
등락률	-7.8%	32.7%
수익률	절대	상대
1M	2.4%	6.4%
6M	10.6%	24.8%
1Y	8.1%	33.8%
발행주식수	112,583천주	
일평균 거래량(3M)	498천주	
외국인 지분율	80.7%	
배당수익률(22E)	5.8%	
BPS(22E)	73,897원	
주요 주주	AOC 외 9인	63.4%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	16,829.7	27,463.9	39,303.9	33,289.3
영업이익	-1,099.1	2,140.9	3,389.1	2,447.2
EBITDA	-467.9	2,792.7	4,016.8	3,079.0
세전이익	-1,167.8	1,878.0	3,076.1	2,170.7
순이익	-796.1	1,378.5	2,307.1	1,628.0
자배주주지분순이익	-796.1	1,378.5	2,307.1	1,628.0
EPS(원)	-6,827	11,822	19,786	13,962
증감률(%YoY)	적전	흑전	67.4	-29.4
PER(배)	-10.1	7.2	5.4	7.7
PBR(배)	1.4	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	-27.6	4.9	3.9	4.4
영업이익률(%)	-6.5	7.8	8.6	7.4
ROE(%)	-13.1	21.8	29.6	17.6
순부채비율(%)	87.6	55.4	38.7	11.1

## Price Trend



## 기업브리프

# S-Oil(010950)

## 순풍과 역풍의 밸런스



중국 락다운 지속으로 석유제품 수요 둔화 및 유가 하락에 따른 재고평가이익 감소 전망으로 S-Oil의 주가 상승이 제한된 상황입니다. 하지만 실적의 핵심 변동 요인인 정제마진은 수급 타이트를 반영하며, 강제 기조를 유지할 전망입니다. 한편 가솔린 성수기 효과 발생 및 항공유 수요 개선으로 올해 2분기뿐만 아니라 내년도 정제마진은 호조세를 지속할 가능성이 큼니다. 아람코의 배당성향, 동사의 기존 배당 가이드스 등을 고려하면, 올해 배당금의 추가적인 증가가 전망됩니다.

### >>> 미국 중간유분 재고, 14년래 최저치 기록

최근 주가 반등 및 중국 락다운 지속, 경기침체 가능성 대두로 인한 유가 하락 등의 역풍으로 S-Oil의 주가 상승이 제한된 상황이다. 하지만 동사 실적의 핵심 변동 요인인 정제마진은 초강세를 지속하고 있다. 스팟 기준 2분기 평균 싱가포르 복합정제마진은 전 분기 대비 배럴당 \$15 이상 상승한 상황이다. 코비드19와 EV 침투율 확대가 촉발한 석유제품 수급 타이트 현상이 나타나고 있는 가운데, 중국/러시아의 석유제품 수출 감소 및 디젤/개소일/가솔린 등의 수요가 호조세를 기록하는 등 순풍이 발생하고 있기 때문이다. 한편 디젤 수급 타이트로 미국의 주간 Distillate(증류유/중간유분) 재고는 2008년 중순 이후 최저 수준으로 감소한 상황이다.

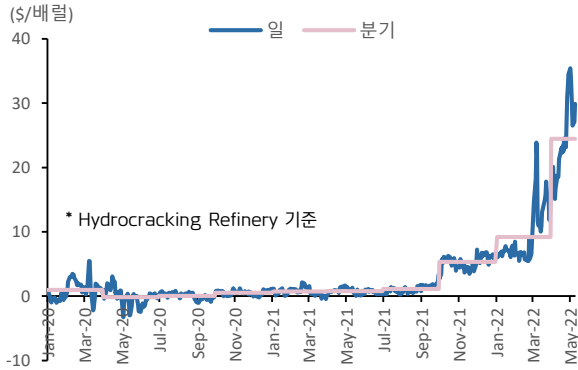
### >>> 윤활기유, 높은 수익성 유지 전망

동사의 윤활기유부문은 높은 수익성(원유 통합 기준)을 유지할 전망이다. 석유제품 수급 타이트로 인한 역대 정제설비 가동률 상승에도 불구하고, 러시아 원유 도입 차질로 피드인 VGO 수급이 타이트한 상황이고, 디젤 크랙과 일부 윤활기유 크랙의 가격 역전 현상 발생으로 역대/외 정제설비들이 디젤 생산 수율을 늘리고 있기 때문이다. 참고로 윤활기유는 원유 수요의 1%에 불과한 반면, 연료 수요는 약 절반을 차지한다. 또한 역대 윤활기유 순증 물량이 2019년을 고점으로 지속적으로 감소하고 있다. 2019년 320만톤이었던 역대 윤활기유 순증 물량은 2020년과 2021년 각각 100만톤, 120만톤에 불과하였고, 올해는 일부 Group I 설비의 폐쇄로 순증이 70만톤으로 추가적으로 급감할 전망이다.

### >>> 배당 규모 확대 전망

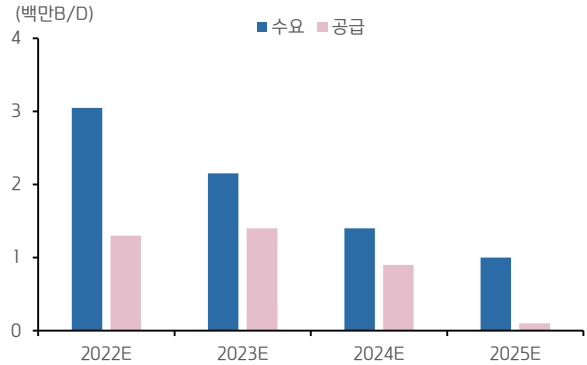
올해 2분기 이후 재고평가이익의 감소 등에도 증설이 크지 않은 상황에서 디젤/가솔린 등의 수요 개선 전망 및 내년까지 점진적으로 수요 개선이 예상되는 항공유를 고려할 경우 올해와 내년도 실적 호조세를 지속할 전망이다. 이에 동사의 기존 배당성향 가이드스, 중기적으로 투입될 사힌 프로젝트의 Capex를 고려할 경우 올해 배당 규모가 확대될 가능성이 크다. 현 매크로 상황에서는 동사와 같은 고배당주에 대한 관심이 필요한 시점이다.

싱가폴 복합정제마진 추이



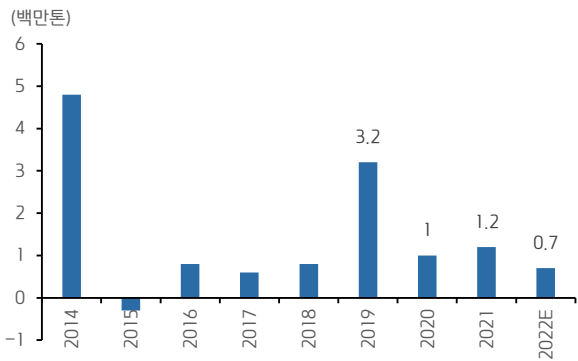
자료: Oil Analytics, 키움증권 리서치

세계 석유제품 공급/수요 순증 전망



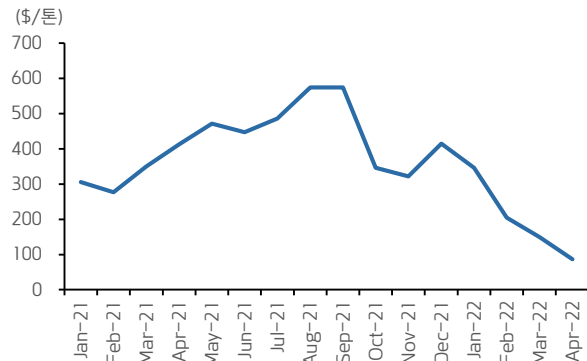
자료: S-Oil, 키움증권 리서치

역내 운할기유 공급 순증 추이/전망



자료: Argus 등, 키움증권 리서치

국내 디젤-운할기유 스프레드 추이



자료: KITA 등, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021	2022E
매출액	5,345	6,711	7,117	8,291	9,287	10,018	10,498	9,501	24,394	16,830	27,464	39,304
정유	3,797	4,848	5,223	6,322	7,179	8,265	8,791	7,904	19,009	12,635	20,191	32,139
석유화학	1,021	1,203	1,183	1,250	1,366	1,130	1,028	920	3,870	2,862	4,657	4,445
운할기유	526	660	711	719	742	623	679	677	1,516	1,333	2,616	2,721
영업이익	629	571	549	391	1,332	717	654	686	420	-1,099	2,141	3,389
%OP	11.8%	8.5%	7.7%	4.7%	14.3%	7.2%	6.2%	7.2%	1.7%	-6.5%	7.8%	8.6%
정유	342	153	186	348	1,202	530	419	466	-25	-1,696	1,028	2,618
석유화학	98	134	75	-31	-66	17	57	47	255	182	277	55
운할기유	189	285	289	240	195	170	178	173	220	426	1,002	717

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	39,303.9	33,289.3	34,953.8
매출원가	17,366.2	24,695.2	35,038.3	30,093.0	31,296.7
매출총이익	-536.5	2,768.7	4,265.7	3,196.3	3,657.1
판관비	562.6	627.8	876.5	749.1	781.3
<b>영업이익</b>	-1,099.1	2,140.9	3,389.1	2,447.2	2,875.7
<b>EBITDA</b>	-467.9	2,792.7	4,016.8	3,079.0	3,477.5
영업외손익	-68.7	-262.9	-313.0	-276.5	-257.5
이자수익	12.4	9.0	13.0	24.0	30.0
이자비용	158.1	109.8	116.3	119.1	133.2
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	42.7	42.8
<b>법인세차감전이익</b>	-1,167.8	1,878.0	3,076.1	2,170.7	2,618.2
법인세비용	-371.7	499.5	769.0	542.7	654.6
계속사업순이익	-796.1	1,378.5	2,307.1	1,628.0	1,963.7
<b>당기순이익</b>	-796.1	1,378.5	2,307.1	1,628.0	1,963.7
<b>지배주주순이익</b>	-796.1	1,378.5	2,307.1	1,628.0	1,963.7
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-31.0	63.2	43.1	-15.3	5.0
영업이익 증감율	-361.6	-294.8	58.3	-27.8	17.5
EBITDA 증감율	-145.3	-696.9	43.8	-23.3	12.9
지배주주순이익 증감율	-1,316.7	-273.2	67.4	-29.4	20.6
EPS 증감율	적전	흑전	67.4	-29.4	20.6
매출총이익률(%)	-3.2	10.1	10.9	9.6	10.5
영업이익률(%)	-6.5	7.8	8.6	7.4	8.2
EBITDA Margin(%)	-2.8	10.2	10.2	9.2	9.9
지배주주순이익률(%)	-4.7	5.0	5.9	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	11,716.1	12,915.9	14,628.8
현금 및 현금성자산	737.4	1,945.5	2,843.8	5,236.6	6,565.6
단기금융자산	358.5	26.0	1.9	0.1	0.0
매출채권 및 기타채권	1,353.9	2,080.8	2,977.9	2,522.2	2,648.3
재고자산	2,192.3	3,545.3	5,073.8	4,297.3	4,512.2
기타유동자산	712.9	805.8	820.6	859.8	902.7
<b>비유동자산</b>	10,694.0	10,315.8	10,383.3	10,061.5	10,969.7
투자자산	125.7	134.2	144.2	154.2	164.1
유형자산	10,077.8	9,564.8	9,632.0	9,308.0	10,212.6
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	22,099.4	22,977.4	25,598.6
<b>유동부채</b>	6,565.1	8,505.0	9,939.9	9,380.6	9,687.0
매입채무 및 기타채무	3,711.8	5,252.9	6,687.8	6,128.5	6,434.9
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	4,442.8
장기금융부채	3,405.7	3,159.4	3,502.0	3,652.0	4,402.0
기타비유동부채	37.2	40.8	40.8	40.8	40.8
<b>부채총계</b>	10,008.0	11,705.2	13,482.6	13,073.4	14,129.8
<b>자본지분</b>	5,682.5	6,988.0	8,616.8	9,904.1	11,468.8
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	25.6	33.2	76.7	120.2	163.8
이익잉여금	4,035.7	5,333.7	6,918.9	8,162.7	9,683.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	5,682.5	6,988.0	8,616.8	9,904.1	11,468.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,631.0	1,477.2	1,513.5	3,175.3	2,433.9
당기순이익	-796.1	1,378.5	2,307.1	1,628.0	1,963.7
비현금항목의 가감	358.2	1,248.3	1,441.0	1,210.6	1,300.5
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	815.2	580.6	700.5
영업활동자산부채증감	2,183.0	-966.7	-1,367.3	969.5	-77.5
매출채권및기타채권의감소	107.7	-772.2	-897.1	455.7	-126.1
재고자산의감소	1,030.0	-1,390.7	-1,528.4	776.4	-214.9
매입채무및기타채무의증가	381.5	1,066.2	1,434.9	-559.3	306.4
기타	663.8	130.0	-376.7	296.7	-42.9
기타현금흐름	-114.1	-182.9	-867.3	-632.8	-752.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	-635.6	196.6	-689.5	-326.7	-1,528.3
유형자산의 취득	-547.1	-272.0	-685.2	-300.0	-1,500.0
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	297.5
차입금의 증가(감소)	-474.0	-281.4	342.6	150.0	750.0
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	-384.3
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	898.2	2,392.8	1,329.1
기초현금 및 현금성자산	291.0	737.4	1,945.5	2,843.7	5,236.6
기말현금 및 현금성자산	737.4	1,945.5	2,843.7	5,236.6	6,565.6

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	19,786	13,962	16,840
BPS	48,733	59,929	73,897	84,937	98,356
CFPS	-3,755	22,527	32,143	24,344	27,993
DPS	0	3,800	6,200	3,300	3,800
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-10.1	7.2	5.4	7.7	6.4
PER(최고)	-14.2	9.9	5.8		
PER(최저)	-7.1	5.6	4.1		
PBR	1.4	1.4	1.4	1.3	1.1
PBR(최고)	2.0	2.0	1.5		
PBR(최저)	1.0	1.1	1.1		
PSR	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4
PCFR	-18.4	3.8	3.3	4.4	3.8
EV/EBITDA	-27.6	4.9	3.9	4.4	3.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%보통주, 현금)	0.0	31.0	30.3	22.8	21.8
배당수익률(%보통주, 현금)	0.0	4.4	5.8	3.1	3.6
ROA	-5.0	8.0	11.3	7.2	8.1
ROE	-13.1	21.8	29.6	17.6	18.4
ROIC	-9.3	17.6	22.3	16.0	18.8
매출채권회전율	11.5	16.0	15.5	12.1	13.5
재고자산회전율	6.2	9.6	9.1	7.1	7.9
부채비율	176.1	167.5	156.5	132.0	123.2
순차입금비율	87.6	55.4	38.7	11.1	4.5
이자보상배율	-7.0	19.5	29.2	20.6	21.6
총차입금	6,073.5	5,841.9	6,184.5	6,334.5	7,084.5
순차입금	4,977.6	3,870.4	3,338.8	1,097.8	518.8
NOPLAT	-467.9	2,792.7	4,016.8	3,079.0	3,477.5
FCF	1,210.4	1,449.2	1,117.1	3,136.7	1,181.0

Compliance Notice

- 당사는 5월 11일 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

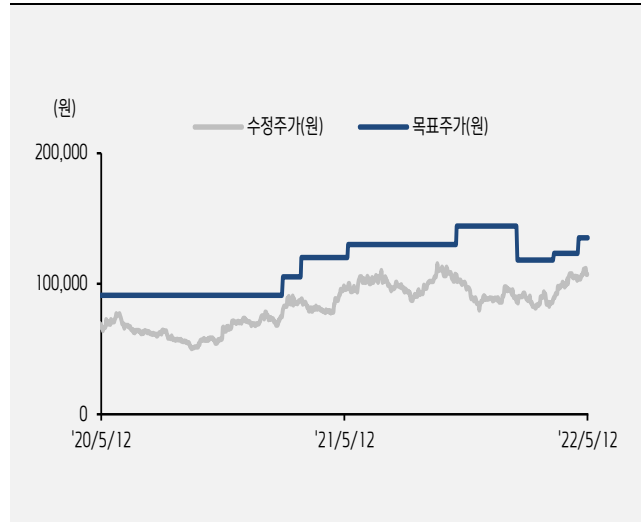
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사원	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
S-Oil (010950)	2020-05-12	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-26.14	-15.60
	2020-07-27	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-32.04	-15.60
	2020-10-26	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-32.13	-15.60
	2020-10-29	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-32.48	-15.60
	2020-12-03	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-21.15	-13.96
	2021-01-29	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-21.19	-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	-17.94	-12.60
	2022-04-28	Buy(Maintain)	135,000원	6개월	-20.66	-17.41
	2022-05-12	Buy(Maintain)	135,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

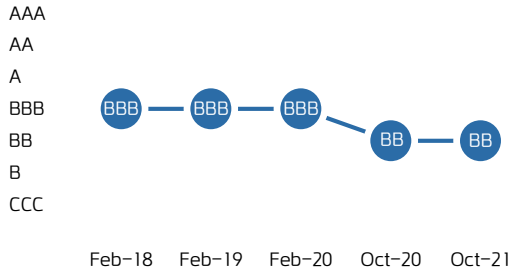
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/04/01~2022/03/31)

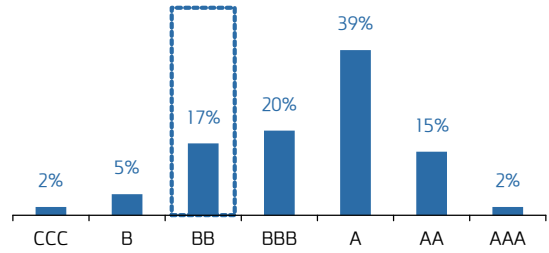
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI ACWI Index 내 석유 및 가스 정제, 마케팅, 운송, 저장 기업 41개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	4.0	5.2		
<b>환경</b>	3.8	5.3	48.0%	
탄소 배출	5.0	6.6	21.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	3.0	4.3	16.0%	
친환경 기술 관련 기회	2.8	4.4	11.0%	
<b>사회</b>	8.2	6.5	15.0%	
보건과 안전	8.2	7.1	15.0%	
<b>지배구조</b>	2.6	4.4	37.0%	▼0.2
기업 지배구조	3.0	5.1		▼0.2
기업 활동	5.2	5.3		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (석유 및 가스 정제, 마케팅, 운송 및 저장)	탄소 배출	친환경 기술과 폐기물 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기물	보건과 안전	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Enbridge Inc.	●●●●	N/A	N/A	●	●●●●	●●●●	A	◀▶
TC Energy Corporation	●●●	N/A	N/A	●●	●●●●	●●●●	A	▲
MARATHON PETROLEUM CORPORATION	●●	●●●	●●●	●	●●●	●●●●	A	▲
KINDER MORGAN, INC.	●●	N/A	N/A	●●●	●●●	●●●●	A	▲
RELIANCE INDUSTRIES LIMITED	●●●	●●	●	●	●●●	●●	BBB	▲
S-Oil Corporation	●	●	●	●●●	●	●●	BB	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●  
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼  
 자료: MSCI, 키움증권 리서치