



BUY(Maintain)

목표주가: 150,000원
주가(6/20): 113,000원
시가총액: 127,219억원



화학/정유 Analyst 이동욱
treestump@kiwoom.com

RA 권준수
wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(6/20)	2,391.03pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	121,500원	79,900원
등락률	-7.0%	41.4%
수익률	절대	상대
1M	6.6%	17.7%
6M	30.2%	61.3%
1Y	13.0%	54.4%

발행주식수	112,583천주
일평균 거래량(3M)	423천주
외국인 지분율	81.8%
배당수익률(22E)	5.9%
BPS(22E)	82,552원
주요 주주	AOC 외 9인 63.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	16,829.7	27,463.9	40,717.8	36,587.4
영업이익	-1,099.1	2,140.9	4,982.4	4,473.6
EBITDA	-467.9	2,792.7	5,610.1	5,105.4
세전이익	-1,167.8	1,878.0	4,597.2	4,124.7
순이익	-796.1	1,378.5	3,374.5	3,027.7
지배주주지분순이익	-796.1	1,378.5	3,374.5	3,027.7
EPS(원)	-6,827	11,822	28,940	25,965
증감률(%)YoY	적전	흑전	144.8	-10.3
PER(배)	-10.1	7.2	3.9	4.4
PBR(배)	1.4	1.4	1.4	1.1
EV/EBITDA(배)	-27.6	4.9	2.7	2.4
영업이익률(%)	-6.5	7.8	12.2	12.2
ROE(%)	-13.1	21.8	40.6	27.7
순부채비율(%)	87.6	55.4	25.1	-4.4

Price Trend



S-Oil(010950)

2분기 영업이익, 컨센서스 80% 이상 상회 전망



S-Oil의 올해 2분기 영업이익은 1.5조원으로 시장 기대치를 80% 이상 상회하며, 역대 최고치를 재차 경신할 전망입니다. 전 분기 대비 재고평가이익의 감소에도 불구하고, 전 사업부문의 실적 개선에 기인합니다. 하반기 피크 아웃에 대한 시장의 우려가 크지만, 동사는 예상 보다 훨씬 더 견고한 실적 흐름을 지속할 것으로 전망됩니다. 목표주가 7.1% 상향 조정합니다.

>>> 올해 2분기 영업이익, 창사 최대치 재차 경신 예상

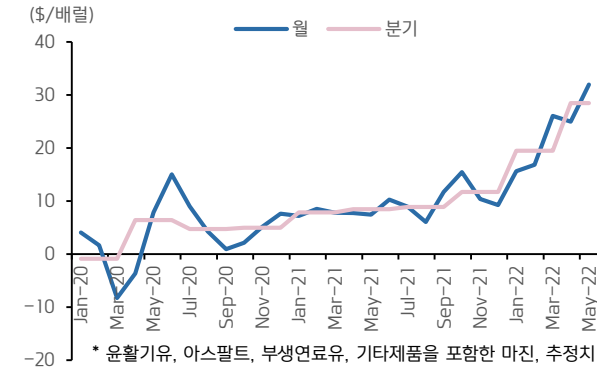
S-Oil의 올해 2분기 영업이익은 1.5조원으로 전 분기 대비 12.6% 증가하며, 시장 기대치(8,252억원)를 81.8% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록할 전망이다. 전 사업부문의 실적 개선에 기인한다.

1) 정유부문 영업이익은 1조2,221억원으로 전 분기 대비 1.8% 증가할 전망이다. 재고평가이익의 감소에도 불구하고, 중국/러시아 석유제품 수출 감소, 재작년/작년에 발생한 정제설비 폐쇄 등으로 석유제품 수급이 타이트한 상황을 지속하고 있기 때문이다. 2) 석유화학부문 영업이익은 774억원으로 전 분기 대비 흑자전환할 전망이다. PP/PO 등 올레핀부문은 부진한 실적을 기록할 것으로 보이나, 석유제품 수급 타이트로 벤젠/PX가 반사수혜를 기록하며 최근 스프레드가 큰 폭으로 개선되었기 때문이다. 3) 윤활기유부문 영업이익은 2,005억원으로 전 분기 대비 1.7% 증가할 전망이다. 역대 정제설비 가동률 증가에도 불구하고, 석유제품 수급 타이트로 인하여 역대 윤활기유 공급 증가가 제한되었고, B-C유 가격 하락으로 스프레드가 상승하였기 때문이다. 참고로 No.2 알킬레이션 공정 사고로 No.2 RFCC/No.1 PX 공정은 일시적 가동 중단이 있었으나, 실적에 영향은 미미할 것으로 보인다. 또한 사고로 인한 직/간접 손실액 등은 보험 처리가 될 전망이다. 한편 OSP가 반영된 국내 도입 유가 및 석유제품과 윤활유, 아스팔트, 부생연료유, 기타제품을 포함한 올해 2분기 국내 통합 정제마진(추정치)은 \$29/배럴로 전 분기 대비 약 46% 상승하였다. 또한 최근 역대 B-C유 크랙의 급감에도 불구하고, 동사는 RUC/ODC 플랜트 보유로 올해 1분기 B-C유 판매 비중은 0.8%에 불과하다. 이에 국내 경쟁사 대비 자체 정제마진은 높게 형성될 가능성이 농후하다.

>>> 하반기에도 견고한 실적 지속 전망

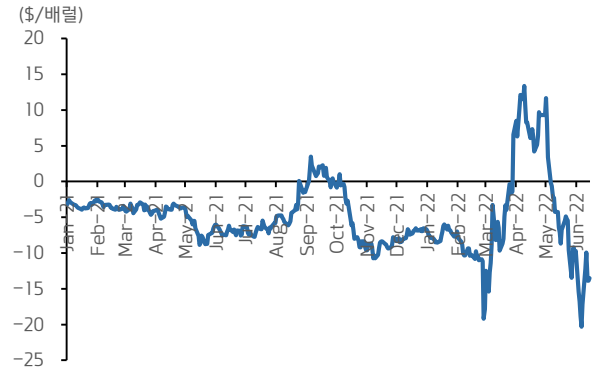
올해 상반기 이후 피크 아웃에 대한 시장의 우려가 크다. 이에 올해 큰 폭의 실적 개선에도 불구하고, 동사의 주가 상승세가 제한적인 이유이다. 다만 올해 계획되어 있던 신증설 물량의 이연, 규제와 나프타/빙커C유 크랙 하락에 따른 러시아 정제설비들의 추가적인 가동률 감축, 3분기 정제설비들의 제품 스위칭에 따른 가동률 감소, 8~10월 미국 허리케인 시즌 도래 및 중국 국영 정유사들의 가동률 30% 감축 등으로 인한 석유제품 수출 감소 등으로 동사는 올해 하반기에도 작년 대비 탁월한 실적을 지속할 전망이다.

국내 통합 정제마진 추이(국내 도입 유가 기준)



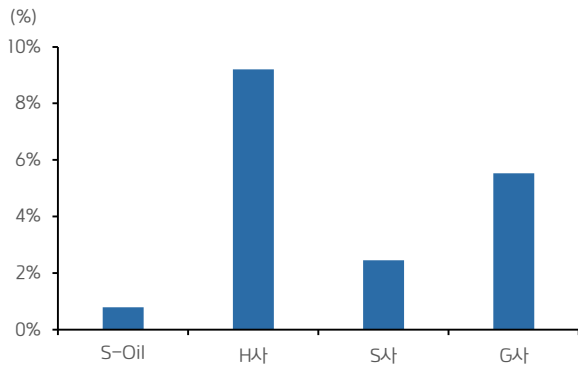
자료: KITA 등, 키움증권 리서치

싱가폴 B-C유 크랙 추이



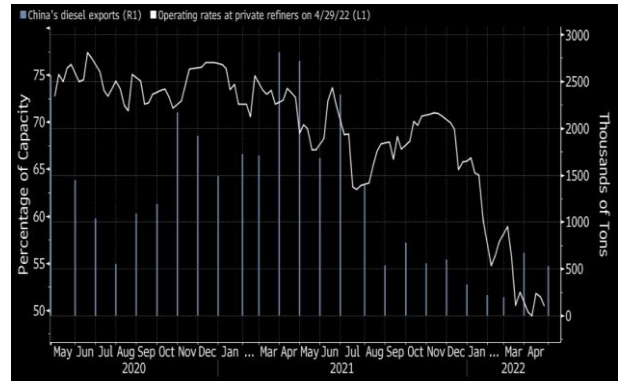
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

국내 정유업체 B-C유 판매 비중(2022년 1분기 기준)



자료: 각사, 키움증권 리서치

중국 디젤 수출/민간 정제설비 가동률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021	2022E
매출액	5,345	6,711	7,117	8,291	9,287	10,271	10,889	10,271	24,394	16,830	27,464	40,718
정유	3,797	4,848	5,223	6,322	7,179	8,429	9,070	8,536	19,009	12,635	20,191	33,214
석유화학	1,021	1,203	1,183	1,250	1,366	1,155	1,098	1,029	3,870	2,862	4,657	4,648
윤활기유	526	660	711	719	742	687	721	706	1,516	1,333	2,616	2,856
영업이익	629	571	549	391	1,332	1,500	1,172	979	420	-1,099	2,141	4,982
%OP	11.8%	8.5%	7.7%	4.7%	14.3%	14.6%	10.8%	9.5%	1.7%	-6.5%	7.8%	12.2%
정유	342	153	186	348	1,202	1,222	889	718	-25	-1,696	1,028	4,031
석유화학	98	134	75	-31	-66	77	74	67	255	182	277	153
윤활기유	189	285	289	240	195	201	210	193	220	426	1,002	798

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액	16,829.7	27,463.9	40,717.8	36,587.4	35,169.8
매출원가	17,366.2	24,695.2	34,829.1	31,295.2	30,306.9
매출총이익	-536.5	2,768.7	5,888.7	5,292.2	4,862.9
판매비	562.6	627.8	906.3	818.6	788.9
영업이익	-1,099.1	2,140.9	4,982.4	4,473.6	4,073.9
EBITDA	-467.9	2,792.7	5,610.1	5,105.4	4,719.8
영업외손익	-68.7	-262.9	-385.2	-348.9	-330.4
이자수익	12.4	9.0	17.2	32.6	42.9
이자비용	158.1	109.8	116.3	123.8	142.6
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	-33.6	-33.6	-33.6
법인세차감전이익	-1,167.8	1,878.0	4,597.2	4,124.7	3,743.5
법인세비용	-371.7	499.5	1,222.7	1,097.0	995.6
계속사업순이익	-796.1	1,378.5	3,374.5	3,027.7	2,747.9
당기순이익	-796.1	1,378.5	3,374.5	3,027.7	2,747.9
지배주주순이익	-796.1	1,378.5	3,374.5	3,027.7	2,747.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-31.0	63.2	48.3	-10.1	-3.9
영업이익 증감율	-361.6	-294.8	132.7	-10.2	-8.9
EBITDA 증감율	-145.3	-696.9	100.9	-9.0	-7.6
지배주주순이익 증감율	-1,316.7	-273.2	144.8	-10.3	-9.2
EPS 증감율	적전	흑전	144.8	-10.3	-9.2
매출총이익률(%)	-3.2	10.1	14.5	14.5	13.8
영업이익률(%)	-6.5	7.8	12.2	12.2	11.6
EBITDA Margin(%)	-2.8	10.2	13.8	14.0	13.4
지배주주순이익률(%)	-4.7	5.0	8.3	8.3	7.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,996.5	8,377.4	12,927.3	15,478.2	17,478.8
현금 및 현금성자산	737.4	1,945.5	3,739.9	7,094.8	9,341.3
단기금융자산	358.5	26.0	27.3	28.7	30.1
매출채권 및 기타채권	1,353.9	2,080.8	3,085.0	2,772.1	2,664.7
재고자산	2,192.3	3,545.3	5,256.3	4,723.1	4,540.1
기타유동자산	712.9	805.8	846.1	888.2	932.7
비유동자산	10,694.0	10,315.8	10,383.3	10,561.5	11,925.7
투자자산	125.7	134.2	144.2	154.2	164.1
유형자산	10,077.8	9,564.8	9,632.0	9,808.0	11,168.6
무형자산	98.8	108.4	98.7	90.9	84.5
기타비유동자산	391.7	508.4	508.4	508.4	508.5
자산총계	15,690.5	18,693.2	23,310.6	26,039.8	29,404.4
유동부채	6,565.1	8,505.0	10,141.8	9,842.3	9,858.0
매입채무 및 기타채무	3,711.8	5,252.9	6,889.7	6,590.2	6,605.9
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
비유동부채	3,442.9	3,200.2	3,542.8	3,942.8	4,942.8
장기금융부채	3,405.7	3,159.4	3,502.0	3,902.0	4,902.0
기타비유동부채	37.2	40.8	40.8	40.8	40.8
부채총계	10,008.0	11,705.2	13,684.5	13,785.0	14,800.8
지배지분	5,682.5	6,988.0	9,626.0	12,254.7	14,603.7
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	25.6	33.2	76.7	120.2	163.8
이익잉여금	4,035.7	5,333.7	7,928.1	10,513.3	12,818.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,682.5	6,988.0	9,626.0	12,254.7	14,603.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,631.0	1,477.2	2,493.1	4,448.8	3,602.8
당기순이익	-796.1	1,378.5	3,374.5	3,027.7	2,747.9
비현금항목의 가감	358.2	1,248.3	1,890.4	1,761.0	1,682.2
유형자산감가상각비	623.7	644.0	618.0	624.0	639.5
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	1,264.6	1,131.0	1,038.1
영업활동자산부채증감	2,183.0	-966.7	-1,455.0	843.3	263.1
매출채권및기타채권의감소	107.7	-772.2	-1,004.2	312.9	107.4
재고자산의감소	1,030.0	-1,390.7	-1,711.0	533.2	183.0
매입채무및기타채무의증가	381.5	1,066.2	1,636.7	-299.5	15.7
기타	663.8	130.0	-376.5	296.7	-43.0
기타현금흐름	-114.1	-182.9	-1,316.8	-1,183.2	-1,090.4
투자활동 현금흐름	-635.6	196.6	-714.9	-829.8	-2,029.8
유형자산의 취득	-547.1	-272.0	-685.2	-800.0	-2,000.0
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	-1.3	-1.4	-1.4
기타	-40.1	-20.2	-20.2	-20.2	-20.2
재무활동 현금흐름	-548.7	-466.1	-168.1	-448.3	489.3
차입금의 증가(감소)	-474.0	-281.4	342.6	400.0	1,000.0
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	-780.1	-442.5
기타	-63.0	-68.2	-68.2	-68.2	-68.2
기타현금흐름	-0.3	0.5	184.2	184.3	184.1
현금 및 현금성자산의 순증가	446.4	1,208.1	1,794.3	3,355.0	2,246.4
기초현금 및 현금성자산	291.0	737.4	1,945.5	3,739.9	7,094.8
기말현금 및 현금성자산	737.4	1,945.5	3,739.9	7,094.8	9,341.3

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)					
EPS	-6,827	11,822	28,940	25,965	23,566
BPS	48,733	59,929	82,552	105,096	125,241
CFPS	-3,755	22,527	45,152	41,068	37,992
DPS	0	3,800	6,700	3,800	3,800
주가배수(배)					
PER	-10.1	7.2	3.9	4.4	4.8
PER(최고)	-14.2	9.9	4.3		
PER(최저)	-7.1	5.6	2.8		
PBR	1.4	1.4	1.4	1.1	0.9
PBR(최고)	2.0	2.0	1.5		
PBR(최저)	1.0	1.1	1.0		
PSR	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4
PCFR	-18.4	3.8	2.5	2.8	3.0
EV/EBITDA	-27.6	4.9	2.7	2.4	2.4
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	0.0	31.0	22.4	14.1	15.6
배당수익률(%보통주, 현금)	0.0	4.4	5.9	3.4	3.4
ROA	-5.0	8.0	16.1	12.3	9.9
ROE	-13.1	21.8	40.6	27.7	20.5
ROIC	-9.3	17.6	32.0	27.7	24.5
매출채권회전율	11.5	16.0	15.8	12.5	12.9
재고자산회전율	6.2	9.6	9.3	7.3	7.6
부채비율	176.1	167.5	142.2	112.5	101.3
순차입금비율	87.6	55.4	25.1	-4.4	-12.2
이자보상배율	-7.0	19.5	42.9	36.1	28.6
총차입금	6,073.5	5,841.9	6,184.5	6,584.5	7,584.5
순차입금	4,977.6	3,870.4	2,417.3	-538.9	-1,786.8
NOPLAT	-467.9	2,792.7	5,610.1	5,105.4	4,719.8
FCF	1,210.4	1,449.2	2,144.7	3,958.9	1,899.4

Compliance Notice

- 당사는 6월 20일 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

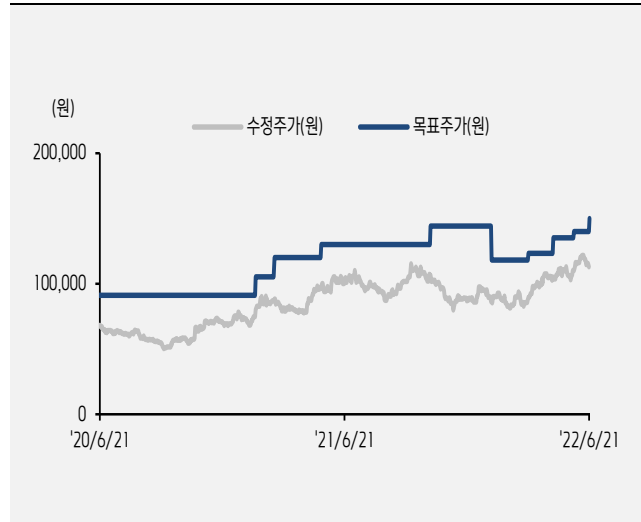
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 실제 의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 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 사원	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
S-Oil (010950)	2020-07-27	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-36.97	-29.34
	2020-10-26	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-36.97	-29.34
	2020-10-29	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-35.10	-21.54
	2020-12-03	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-30.91	-13.96
	2021-01-29	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-21.45	-18.02
	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	-20.09	-16.30
	2022-05-31	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-16.12	-13.21
	2022-06-21	Buy(Maintain)	150,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

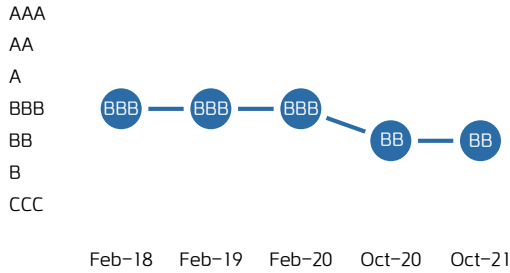
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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)

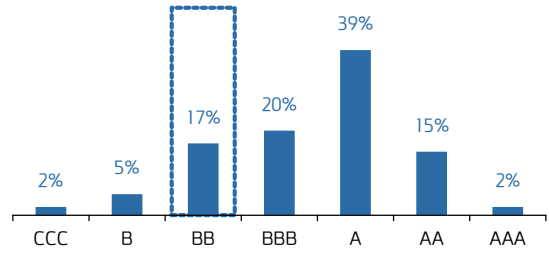
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

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		
환경	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%	
사회	8.2	6.5	15.0%	
보건과 안전	8.2	7.1	15.0%	
지배구조	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