



BUY(Maintain)

목표주가: 140,000원
주가(10/23): 101,000원
시가총액: 113,709억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 김민선

02) 3787-4758 mkim36@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(10/23)	2,080.62pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	130,500원	80,300원
등락률	-22.6%	25.8%
수익률	절대	상대
1W	-1.5%	-0.9%
6M	6.7%	13.8%
1Y	-19.2%	-18.2%

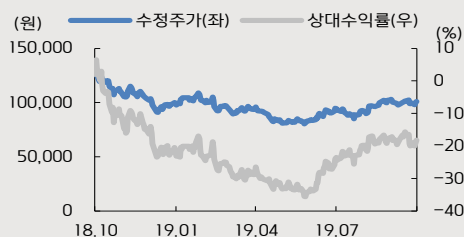
Company Data

발행주식수	112,583천주
일평균 거래량(3M)	252천주
외국인 지분율	80.0%
배당수익률(19E)	1.5%
BPS(19E)	56,704원
주요 주주	AOC 외 11인 63.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	20,891.4	25,463.3	24,706.6	27,695.4
영업이익	1,373.3	639.5	726.9	1,169.4
EBITDA	1,667.4	993.6	1,764.3	2,172.5
세전이익	1,644.9	331.8	430.2	894.6
순이익	1,246.5	258.0	335.5	697.8
지배주주지분순이익	1,246.5	258.0	335.5	697.8
EPS(원)	10,690	2,213	2,878	5,985
증감률(%YoY)	3.4	-79.3	30.0	108.0
PER(배)	10.9	44.2	34.9	16.8
PBR(배)	1.99	1.76	1.77	1.67
EV/EBITDA(배)	9.7	17.1	9.5	7.5
영업이익률(%)	6.6	2.5	2.9	4.2
ROE(%)	18.8	3.9	5.1	10.2
순부채비율(%)	38.4	88.0	77.7	66.3

Price Trend



S-Oil (010950)

전 사업부문의 실적 개선



S-Oil의 올해 3분기 영업이익은 2,307억원으로 시장 기대치를 상회하였습니다. 주요 설비 정기보수 완료에 따른 석유화학/정유부문 물량 측면의 기저효과가 발생하였고, 수출주에 우호적인 환율 효과(+550억원)가 나타났으며, 드라이빙 시즌과 IMO 2020의 조기 효과로 정제마진이 전 분기 대비 큰 폭으로 개선되었기 때문입니다.

>>> 3분기 영업이익, 시장 기대치 상회

S-Oil의 올해 3분기 영업이익은 2,307억원으로 기록하며, 전 분기 대비 큰 폭의 흑자전환을 하였다. 정제마진 개선, 수출주에 우호적인 환율 효과, 주요 설비 정기보수 완료에 따른 물량 측면의 기저효과 및 전 분기 발생하였던 부정적인 래깅 효과가 소멸되었기 때문이다.

1) 정유부문 영업이익은 997억원으로 전 분기 대비 흑자전환하였다. 역내 업체들의 정기보수가 진행된 가운데, 드라이빙 시즌 및 IMO 2020의 조기 효과로 수요가 개선되어, 정제마진이 전 분기 대비 개선되었기 때문이다. 2) 석유화학부문 영업이익은 794억원으로 전 분기 대비 1,790.2% 증가하였다. 중국 경쟁사 설비 가동으로 PX 스프레드가 축소되었으나, 전 분기 No.2 PX 플랜트 정기보수에 따른 물량 측면의 증가 효과가 발생하였고, PX 생산 둔화로 벤젠 수급 상황이 개선되었기 때문이다. 3) 윤활기유부문 영업이익은 516억원으로 전 분기 대비 24.6% 증가하였다. 올해 상반기 진행되었던 정기보수 효과가 모두 제거되었고, 미국/유럽 등 선진국향 고품질 윤활기유 스프레드가 견고한 수준을 유지하였기 때문이다.

올해 4분기 영업이익은 3,164억원으로 전 분기 대비 37.1% 증가할 전망이다. 동절기 정유 성수기 효과가 발생할 것으로 예상되는 가운데, 1~3분기에 발생한 PX/RFCC/ODC 등 정기보수가 제한되어 기회비용이 크게 감소하고, 올해 하반기 역내 TPA 업체 증설로 PX 스프레드의 급격한 악화는 제한적으로 예상되며, IMO 관련 재고 축적 움직임이 확대될 것으로 전망되고, 올레핀 계열 수급도 점진적으로 개선될 것으로 예상되기 때문이다.

>>> 내년 윤활기유 마진 개선 전망

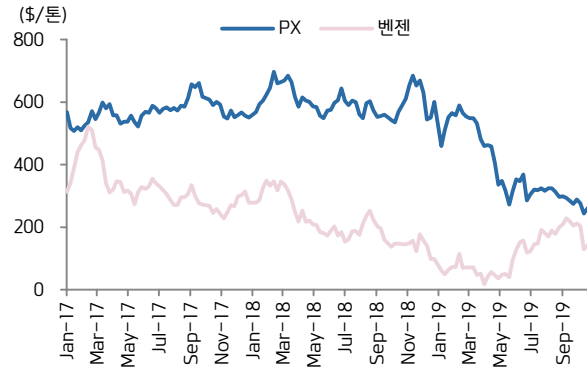
내년 윤활기유 마진은 우호적인 수급 상황으로 인하여 올해 대비 개선될 전망이다. 내년 세계 Group II/III 윤활기유 공급 순증 물량은 7천배럴/일로 수요 순증 1만배럴/일을 하회할 것으로 예상되기 때문이다.

싱가폴 복합정제마진 추이



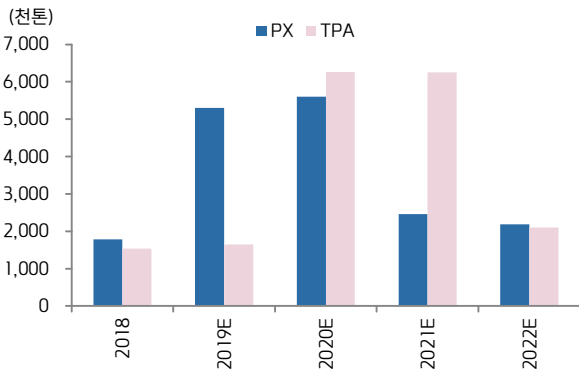
자료: Petronet, 키움증권 리서치

PX/벤젠 스프레드 추이



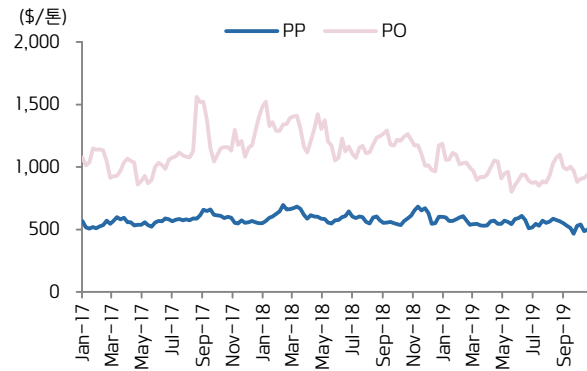
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

PX/TPA 설비 순증설 추이/전망



자료: S-Oil, 키움증권 리서치

PP/PO 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	5,426	6,257	6,235	6,789	20,891	25,463	24,707	27,695
정유	4,341	4,754	5,728	5,303	4,074	5,002	4,869	5,388	16,412	20,127	19,333	22,569
석유화학	690	829	1,050	1,132	987	911	962	945	2,864	3,701	3,806	3,472
운할기유	380	420	409	427	365	344	403	456	1,615	1,635	1,568	1,655
영업이익	255	403	316	-333	270	-91	231	316	1,373	639	727	1,169
%OP	4.7%	6.7%	4.4%	-4.9%	5.0%	-1.4%	3.7%	4.7%	6.6%	2.5%	2.9%	4.2%
정유	90	305	170	-502	91	-136	100	175	627	64	230	510
석유화학	81	17	102	158	151	4	79	91	326	358	326	458
운할기유	84	81	43	51	28	41	52	50	420	259	171	201

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	20,891.4	25,463.3	24,706.6	27,695.4	26,531.6
매출원가	18,783.1	24,200.2	23,315.5	25,796.6	24,529.3
매출총이익	2,108.2	1,263.0	1,391.1	1,898.7	2,002.3
판매비	735.0	623.6	664.2	729.4	695.6
영업이익	1,373.3	639.5	726.9	1,169.4	1,306.6
EBITDA	1,667.4	993.6	1,764.3	2,172.5	2,237.6
영업외손익	271.6	-307.7	-296.7	-274.7	-230.4
이자수익	52.4	24.3	56.4	81.3	128.4
이자비용	58.3	72.3	76.8	79.6	82.5
외환관련이익	568.7	300.2	272.7	272.7	272.7
외환관련손실	327.1	430.7	420.4	420.4	420.4
종속 및 관계기업손익	5.1	4.1	4.1	4.1	4.1
기타	30.8	-133.3	-132.7	-132.8	-132.7
법인세차감전이익	1,644.9	331.8	430.2	894.6	1,076.2
법인세비용	398.4	73.8	94.6	196.8	236.8
계속사업손익	1,246.5	258.0	335.5	697.8	839.5
당기순이익	1,246.5	258.0	335.5	697.8	839.5
지배주주순이익	1,246.5	258.0	335.5	697.8	839.5
증감액 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	28.0	21.9	-3.0	12.1	-4.2
영업이익 증감률	-15.1	-53.4	13.7	60.9	11.7
EBITDA 증감률	-12.4	-40.4	77.6	23.1	3.0
지배주주순이익 증감률	3.4	-79.3	30.0	108.0	20.3
EPS 증감률	3.4	-79.3	30.0	108.0	20.3
매출총이익률(%)	10.1	5.0	5.6	6.9	7.5
영업이익률(%)	6.6	2.5	2.9	4.2	4.9
EBITDA Margin(%)	8.0	3.9	7.1	7.8	8.4
지배주주순이익률(%)	6.0	1.0	1.4	2.5	3.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,774.8	5,854.5	6,660.7	7,996.6	9,168.1
현금 및 현금성자산	480.1	664.5	1,676.7	2,417.8	3,819.9
단기금융자산	1,742.4	58.3	2.0	0.1	0.0
매출채권 및 기타채권	1,751.4	1,934.7	1,877.2	2,104.3	2,015.8
재고자산	2,790.7	3,139.1	3,045.8	3,414.2	3,270.8
기타유동자산	1,752.6	116.2	61.0	60.3	61.6
비유동자산	8,312.6	10,100.5	9,819.6	9,320.5	8,893.7
투자자산	124.6	120.4	76.9	81.0	85.1
유형자산	7,968.7	9,740.7	9,511.4	9,014.9	8,589.6
무형자산	105.2	104.4	96.3	89.6	84.1
기타비유동자산	114.1	135.0	135.0	135.0	134.9
자산총계	15,087.5	15,955.0	16,480.3	17,317.1	18,061.7
유동부채	4,544.4	5,789.0	5,771.6	5,966.1	5,926.7
매입채무 및 기타채무	2,776.4	2,700.3	2,682.8	2,877.3	2,837.9
단기금융부채	1,376.9	2,948.2	2,948.2	2,948.2	2,948.2
기타유동부채	391.1	140.5	140.6	140.6	140.6
비유동부채	3,700.4	3,696.8	4,096.8	4,346.8	4,596.8
장기금융부채	3,474.7	3,464.6	3,864.6	4,114.6	4,364.6
기타비유동부채	225.7	232.2	232.2	232.2	232.2
부채총계	8,244.8	9,485.8	9,868.4	10,312.8	10,523.4
지배지분	6,842.6	6,469.2	6,611.9	7,004.3	7,538.3
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	23.4	25.0	10.7	-3.6	-17.8
이익잉여금	5,198.1	4,823.1	4,980.0	5,386.7	5,935.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,842.6	6,469.2	6,611.9	7,004.3	7,538.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,143.3	-288.2	1,656.4	1,584.7	2,258.9
당기순이익	1,246.5	258.0	335.5	697.8	839.5
비현금항목의 가감	619.5	798.6	1,443.7	1,489.7	1,413.0
유형자산감가상각비	285.4	345.9	1,029.3	996.5	925.4
무형자산감가상각비	8.8	8.2	8.1	6.7	5.6
지분법평가손익	-5.4	-4.2	-4.1	-4.1	-4.1
기타	330.7	448.7	410.4	490.6	486.1
영업활동자산부채증감	-236.3	-881.9	-13.7	-413.5	191.3
매출채권및기타채권의감소	-400.6	-111.6	57.5	-227.1	88.4
재고자산의감소	-368.7	-590.5	93.3	-368.4	143.5
매입채무및기타채무의증가	616.0	-289.6	-17.5	194.5	-39.4
기타	-83.0	109.8	-147.0	-12.5	-1.2
기타현금흐름	-486.4	-462.9	-109.1	-189.3	-184.9
투자활동 현금흐름	-832.2	-415.2	-762.7	-564.8	-566.6
유형자산의 취득	-2,414.1	-2,041.4	-800.0	-500.0	-500.0
유형자산의 처분	2.6	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	3.9	8.3	47.7	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	1,703.4	1,684.1	56.4	1.9	0.1
기타	-126.7	-66.7	-66.8	-66.7	-66.7
재무활동 현금흐름	-598.3	887.8	311.2	70.0	-42.6
차입금의 증가(감소)	205.1	1,506.3	400.0	250.0	250.0
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	-803.4	-617.1	-87.4	-178.6	-291.1
기타	0.0	-1.4	-1.4	-1.4	-1.5
기타현금흐름	-0.2	0.1	-192.8	-348.8	-247.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-287.4	184.5	1,012.2	741.1	1,402.2
기초현금 및 현금성자산	767.4	480.1	664.5	1,676.7	2,417.8
기말현금 및 현금성자산	480.1	664.5	1,676.7	2,417.8	3,819.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	10,690	2,213	2,878	5,985	7,199
BPS	58,682	55,480	56,704	60,069	64,648
CFPS	16,002	9,061	15,259	18,760	19,318
DPS	5,900	750	1,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	10.9	44.2	34.9	16.8	14.0
PER(최고)	12.5	62.8	38.6		
PER(최저)	7.5	43.9	27.8		
PBR	1.99	1.76	1.77	1.67	1.55
PBR(최고)	2.28	2.51	1.96		
PBR(최저)	1.37	1.75	1.41		
PSR	0.65	0.45	0.47	0.42	0.44
PCFR	7.3	10.8	6.6	5.4	5.2
EV/EBITDA	9.7	17.1	9.5	7.5	6.7
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	53.3	32.7	50.3	40.3	33.5
배당수익률(% ,보통주, 현금)	5.0	0.8	1.5	2.5	2.5
ROA	8.6	1.7	2.1	4.1	4.7
ROE	18.8	3.9	5.1	10.2	11.5
ROIC	13.2	4.6	4.7	7.7	8.9
매출채권회전율	13.6	13.8	13.0	13.9	12.9
재고자산회전율	8.0	8.6	8.0	8.6	7.9
부채비율	120.5	146.6	149.3	147.2	139.6
순차입금비율	38.4	88.0	77.7	66.3	46.3
이자보상배율	23.6	8.8	9.5	14.7	15.8
총차입금	4,851.6	6,412.8	6,812.8	7,062.8	7,312.8
순차입금	2,629.1	5,690.0	5,134.2	4,645.0	3,492.9
NOPLAT	1,667.4	993.6	1,764.3	2,172.5	2,237.6
FCF	-1,264.8	-2,068.0	790.7	1,001.8	1,641.4

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 10월 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

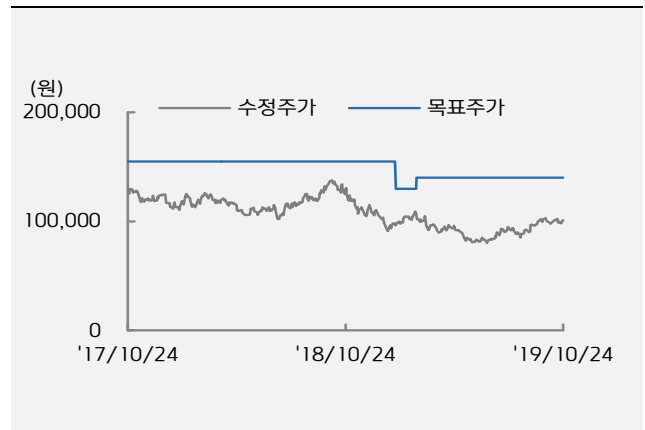
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
S-Oil (010950)	2017-10-31	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-21.78	-14.84
	2018-01-30	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-22.12	-14.84
	2018-03-27	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-22.31	-14.84
	2018-04-26	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-29.92	-27.42
	2018-06-05	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-24.31	-11.29
	2018-10-29	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-30.94	-20.00
	2019-01-17	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-24.50	-24.46
	2019-01-21	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-23.98	-23.08
	2019-01-29	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-21.24	-16.15
	2019-02-20	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-35.57	-25.00
	2019-09-23	Buy(Reinitiate)	140,000원	6개월	-29.80	-26.43
	2019-10-24	Buy(Maintain)	140,000원	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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%