



BUY(Maintain)

목표주가: 91,000원
주가(07/24): 61,700원
시가총액: 69,464억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(07/24)		2,200.44pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	106,000원	48,500원
등락률	-41.8%	27.2%
수익률	절대	상대
1M	-7.6%	-9.3%
6M	-23.7%	-22.1%
1Y	-34.7%	-38.2%

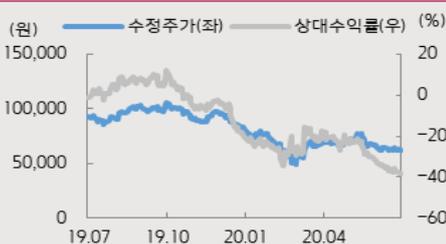
Company Data

발행주식수	112,583천주
일평균 거래량(3M)	539천주
외국인 지분율	74.7%
배당수익률(20E)	0.3%
BPS(20E)	46,567원
주요 주주	AOC 외 11인 63.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	25,463.3	24,394.2	16,927.1	20,185.7
영업이익	639.5	420.1	-672.4	1,145.5
EBITDA	994.8	1,032.5	-43.7	1,761.8
세전이익	331.8	110.4	-1,034.5	783.9
순이익	258.0	65.4	-1,034.5	611.5
지배주주지분순이익	258.0	65.4	-1,034.5	611.5
EPS(원)	2,213	561	-8,872	5,244
증감률(%YoY)	-79.3	-74.6	적전	흑전
PER(배)	44.2	169.8	-7.0	11.8
PBR(배)	1.76	1.71	1.32	1.21
EV/EBITDA(배)	17.1	16.5	-298.3	7.4
영업이익률(%)	2.5	1.7	-4.0	5.7
ROE(%)	3.9	1.0	-17.3	10.8
순부채비율(%)	87.8	94.3	109.6	98.8

Price Trend



S-Oil (010950)

적극적 제품 수출/판매지역 최적화로 실적 방어



S-Oil의 올해 2분기 영업이익은 -1,643억원으로 전 분기 대비 손실이 크게 감소하였습니다. 코로나19로 인한 수요 둔화에도 불구하고, 적극적인 제품 믹스/수출/판매 지역 최적화 추진 및 유가 상승으로 재고평가손실이 전 분기 대비 급감하였기 때문입니다.

>>> 올해 2분기, 전 분기 대비 큰 폭의 적자 감소

S-Oil의 올해 2분기 영업이익은 -1,643억원으로 전 분기 대비 큰 폭의 적자 감소를 기록하였다. 코로나19로 인한 수요 둔화에도 불구하고, 수출주에 우호적인 환율 효과, 제품 수출 최적화 및 유가 상승으로 재고평가손실이 급감하였기 때문이다.

1) 정유부문 영업이익은 -3,587억원으로 전 분기 대비 손실이 8,313억원 감소하였다. 중국 티팟 가동률 확대에 따른 경쟁 심화 및 코로나19 영향으로 인한 석유제품 수요 둔화에도 불구하고, 유가 상승으로 재고평가손실이 전 분기 대비 약 5,000억원이 감소하였고, 시황/수익성을 고려한 제품 수출/수출 지역 최적화 작업으로 전 분기 대비 CDU 가동률이 개선되기 때문이다. 참고로 중국 수출 비중은 전 분기 15.3%에서 올해 2분기는 31.5%로 증가하였고, 제품 생산 수출도 VLSFO/디젤 등 마진이 개선되는 제품 비중이 커진 것으로 보인다.

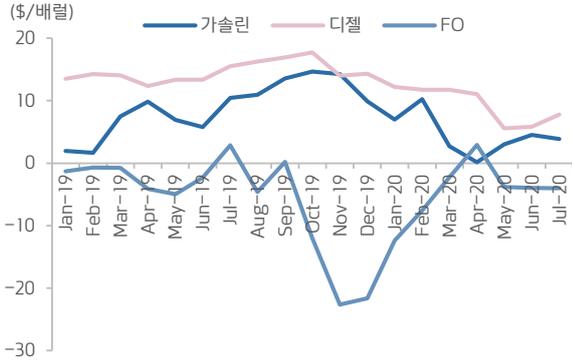
2) 석유화학부문 영업이익 911억원으로 전 분기 대비 37.0% 증가하였다. 역내 신증설 설비 가동으로 아로마틱(PX/벤젠) 스프레드가 급락하였지만, 나프타 가격 하락, 역내 경쟁 설비 정비 정기보수 진행 등으로 PP/PO 등 올레핀 계열의 수익성이 개선되었기 때문이다.

3) 운할기유부문 영업이익 전 분기 대비 11.1% 감소하였다. 코로나19 관련 세계 각국 이동 제한으로 인한 물량 감소에 기인한다. 다만 Lagging 효과 및 마진율이 높은 제품 판매 비중 확대 전략 추진으로 높은 영업이익률(38.1%)을 기록하였다.

>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 91,000원(유지)

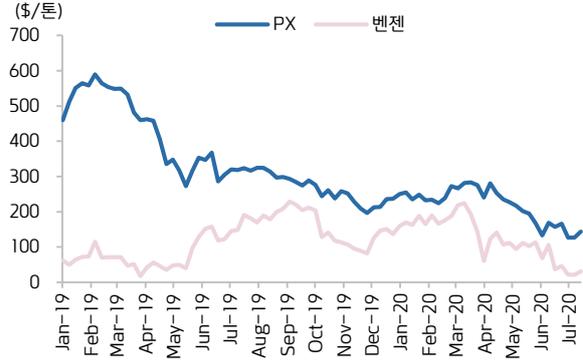
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 91,000원을 유지한다. 올해 상반기 적자 기초 유지에도 불구하고, 정유부문은 코로나19 관련 각국 제한 조치 완화로 실적 회복세가 예상되며, PX/운할기유도 내년부터는 공급 과잉이 감소하며 스프레드 개선이 예상되기 때문이다. 한편 내년 코로나19 완화 움직임이 발생한다면, 정유주 중 실적/주가 반등이 가장 클 점도 고려할 필요가 있다.

싱가폴 가솔린/디젤/FO 크랙 추이



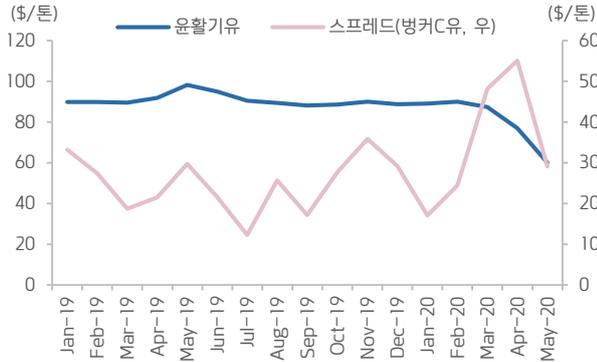
자료: Petronet, 키움증권 리서치

국내 PX/벤젠 스프레드 추이



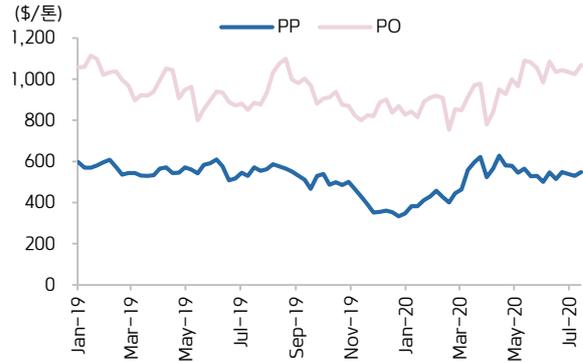
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

국내 윤활기유 가격 및 스프레드 추이



자료: Petronet, 키움증권 리서치

역내 PP/PO 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,426	6,257	6,234	6,476	5,198	3,452	3,697	4,580	25,463	24,394	16,927	20,186
정유	4,074	5,002	4,869	5,064	3,956	2,592	2,557	3,284	20,127	19,009	12,389	14,740
석유화학	987	911	962	1,009	808	589	749	871	3,701	3,870	3,017	3,859
윤활기유	365	344	403	404	434	271	390	426	1,635	1,516	1,521	1,587
영업이익	270	-91	231	9	-1,007	-164	209	290	639	420	-672	1,145
%OP	5.0%	-1.4%	3.7%	0.1%	-19.4%	-4.8%	5.7%	6.3%	2.5%	1.7%	-4.0%	5.7%
정유	91	-136	100	-80	-1,190	-359	44	107	64	-25	-1,398	467
석유화학	151	4	79	20	66.5	91	93	105	358	255	356	381
윤활기유	28	41	52	98	116.2	103	72	77	259	220	369	297

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	25,463.3	24,394.2	16,927.1	20,185.7	21,195.0
매출원가	24,200.2	23,346.8	17,146.1	18,512.3	19,252.8
매출총이익	1,263.0	1,047.4	-219.1	1,673.4	1,942.2
판매비	623.6	627.3	453.3	528.0	550.2
영업이익	639.5	420.1	-672.4	1,145.5	1,392.1
EBITDA	994.8	1,032.5	-43.7	1,761.8	1,998.1
영업외손익	-307.7	-309.7	-362.1	-361.5	-348.7
이자수익	24.3	14.0	30.2	44.5	70.9
이자비용	72.3	182.8	196.2	209.9	223.5
외환관련이익	300.2	437.4	363.5	363.5	363.5
외환관련손실	430.7	548.4	532.5	532.5	532.5
종속 및 관계기업손익	4.1	2.6	2.6	2.6	2.6
기타	-133.3	-32.5	-29.7	-29.7	-29.7
법인세차감전이익	331.8	110.4	-1,034.5	783.9	1,043.4
법인세비용	73.8	44.9	0.0	172.5	229.5
계속사업순이익	258.0	65.4	-1,034.5	611.5	813.8
당기순이익	258.0	65.4	-1,034.5	611.5	813.8
지배주주순이익	258.0	65.4	-1,034.5	611.5	813.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	21.9	-4.2	-30.6	19.3	5.0
영업이익 증감율	-53.4	-34.3	-260.1	-270.4	21.5
EBITDA 증감율	-40.3	3.8	-104.2	-4,131.6	13.4
지배주주순이익 증감율	-79.3	-74.7	-1,681.8	-159.1	33.1
EPS 증감율	-79.3	-74.6	적전	흑전	33.1
매출총이익률(%)	5.0	4.3	-1.3	8.3	9.2
영업이익률(%)	2.5	1.7	-4.0	5.7	6.6
EBITDA Margin(%)	3.9	4.2	-0.3	8.7	9.4
지배주주순이익률(%)	1.0	0.3	-6.1	3.0	3.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,854.5	5,628.9	4,833.4	6,049.0	7,323.9
현금 및 현금성자산	664.5	291.0	938.7	1,504.0	2,566.6
단기금융자산	57.4	277.3	291.2	305.7	321.0
매출채권 및 기타채권	1,819.8	1,564.0	1,085.3	1,294.2	1,358.9
재고자산	3,139.1	3,196.0	2,217.7	2,644.7	2,776.9
기타유동자산	231.1	577.9	591.7	606.1	621.5
비유동자산	10,100.5	10,704.5	10,258.5	10,144.3	10,040.4
투자자산	120.4	128.6	130.8	132.9	135.1
유형자산	9,740.7	10,139.1	10,007.8	9,897.8	9,797.0
무형자산	104.4	101.3	93.8	87.5	82.3
기타비유동자산	135.0	335.5	26.1	26.1	26.0
자산총계	15,955.0	16,333.4	15,091.8	16,193.3	17,364.3
유동부채	5,789.0	5,748.7	5,084.0	5,170.2	5,123.6
매입채무 및 기타채무	2,700.3	2,733.0	2,068.4	2,154.6	2,108.0
단기금융부채	2,938.5	2,893.3	2,893.3	2,893.3	2,893.3
기타유동부채	150.3	122.4	122.3	122.3	122.3
비유동부채	3,696.8	4,088.1	4,577.9	5,077.9	5,577.9
장기금융부채	3,661.7	4,051.9	4,541.7	5,041.7	5,541.7
기타비유동부채	35.1	36.2	36.2	36.2	36.2
부채총계	9,485.8	9,836.8	9,661.9	10,248.2	10,701.6
자본지분	6,469.2	6,496.6	5,429.9	5,945.1	6,662.7
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	25.0	27.3	18.5	9.6	0.8
이익잉여금	4,823.1	4,848.2	3,790.3	4,314.4	5,040.8
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,469.2	6,496.6	5,429.9	5,945.1	6,662.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-288.2	679.4	266.7	552.6	1,056.4
당기순이익	258.0	65.4	-1,034.5	611.5	813.8
비현금항목의 가감	798.6	639.7	638.7	798.2	832.1
유형자산감가상각비	347.1	604.3	621.1	610.1	600.8
무형자산감가상각비	8.2	8.1	7.6	6.3	5.2
지분법평가손익	-4.2	-3.0	-2.6	-2.6	-2.6
기타	447.5	30.3	12.6	184.4	228.7
영업활동자산부채증감	-881.9	105.1	792.4	-555.4	-243.5
매출채권및기타채권의감소	-111.6	312.7	478.8	-208.9	-64.7
재고자산의감소	-590.5	20.7	978.3	-426.9	-132.2
매입채무및기타채무의증가	-289.6	239.2	-664.7	86.3	-46.6
기타	109.8	-467.5	0.0	-5.9	0.0
기타현금흐름	-462.9	-130.8	-129.9	-301.7	-346.0
투자활동 현금흐름	-415.2	-1,069.5	-526.2	-537.1	-537.9
유형자산의 취득	-2,041.4	-827.3	-489.8	-500.0	-500.0
유형자산의 처분	0.5	6.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	8.3	-5.6	0.4	0.4	0.4
단기금융자산의감소(증가)	1,660.6	-219.9	-13.9	-14.6	-15.3
기타	-43.2	-23.0	-22.9	-22.9	-23.0
재무활동 현금흐름	887.8	16.5	419.1	429.3	365.3
차입금의 증가(감소)	1,506.3	93.0	489.8	500.0	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	-617.1	-29.2	-23.4	-23.4	-87.4
기타	-1.4	-47.3	-47.3	-47.3	-47.3
기타현금흐름	0.1	0.1	488.1	120.5	178.7
현금 및 현금성자산의 순증가	184.5	-373.5	647.7	565.3	1,062.6
기초현금 및 현금성자산	480.1	664.5	291.0	938.7	1,504.0
기말현금 및 현금성자산	664.5	291.0	938.7	1,504.0	2,566.6

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,213	561	-8,872	5,244	6,979
BPS	55,480	55,715	46,567	50,985	57,139
CFPS	9,061	6,047	-3,395	12,089	14,116
DPS	750	200	200	750	750
주가배수(배)					
PER	44.2	169.8	-7.0	11.8	8.8
PER(최고)	62.8	197.8	-10.9		
PER(최저)	43.9	142.4	-5.5		
PBR	1.8	1.7	1.3	1.2	1.1
PBR(최고)	2.5	2.0	2.1		
PBR(최저)	1.8	1.4	1.0		
PSR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
PCFR	10.8	15.8	-18.2	5.1	4.4
EV/EBITDA	17.1	16.5	-298.3	7.4	6.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	32.7	34.4	-2.2	13.8	10.4
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.8	0.2	0.3	1.2	1.2
ROA	1.7	0.4	-6.6	3.9	4.9
ROE	3.9	1.0	-17.3	10.8	12.9
ROIC	4.6	2.3	-5.5	7.6	9.0
매출채권회전율	14.3	14.4	12.8	17.0	16.0
재고자산회전율	8.6	7.7	6.3	8.3	7.8
부채비율	146.6	151.4	177.9	172.4	160.6
순차입금비율	87.8	94.3	109.6	98.8	79.5
이자보상배율	8.8	2.3	-3.4	5.5	6.2
총차입금	6,403.1	6,692.7	7,182.5	7,682.5	8,182.5
순차입금	5,681.1	6,124.4	5,952.6	5,872.8	5,294.9
NOPLAT	994.8	1,032.5	-43.7	1,761.8	1,998.1
FCF	-2,066.8	189.6	258.9	454.4	948.3

Compliance Notice

- 당사는 7월 24일 현재 'S-Oil' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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

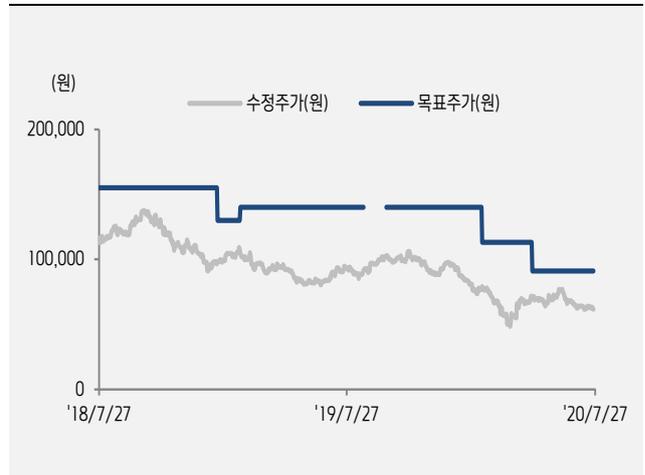
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하 여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
S-Oil (010950)	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	-29.82	-26.43
	2019-10-24	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-33.07	-24.29
	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	-25.65	-15.60
	2020-07-27	Buy(Maintain)	91,000원	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 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%