



BUY(Maintain)

목표주가: 91,000원

주가(10/28): 56,900원

시가총액: 64,060억원

화학/정유

Analyst 이동우

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkdu1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(10/28)	2,345.27pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	106,000원	48,500원
등락률	-46.3%	17.3%
수익률	절대	상대
1M	11.6%	9.8%
6M	-17.2%	-31.7%
1Y	-45.3%	-51.2%

Company Data

발행주식수	112,583천주
일평균 거래량(3M)	394천주
외국인 지분율	73.7%
배당수익률(20E)	0.4%
BPS(20E)	43,820원
주요 주주	AOC 외 11인
	63.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	25,463.3	24,394.2	17,129.8	20,185.7
영업이익	639.5	420.1	-1,090.7	625.5
EBITDA	994.8	1,032.5	-462.0	1,241.8
세전이익	331.8	110.4	-1,354.8	354.4
순이익	258.0	65.4	-1,354.8	276.4
자체주주지분순이익	258.0	65.4	-1,354.8	276.4
EPS(원)	2,213	561	-11,619	2,370
증감률(%YoY)	-79.3	-74.6	적전	흑전
PER(배)	44.2	169.8	-4.9	24.0
PBR(배)	1.8	1.7	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	17.1	16.5	-27.8	10.5
영업이익률(%)	2.5	1.7	-6.4	3.1
ROE(%)	3.9	1.0	-23.3	5.3
순부채비율(%)	87.8	94.3	123.3	123.4

Price Trend



실적 Review

S-Oil (010950)

올해 3분기, 적자폭 대폭 축소



S-Oil의 올해 3분기 영업이익은 -93억원으로 시장 기대치를 하회하였으나, 전 분기 대비 적자폭을 크게 줄였습니다. 정기보수 진행 및 태풍 발생으로 기회비용이 발생하였으나, 올레핀/윤활기유 등이 견고한 마진율을 유지하였고, 전 분기 대비 일부 석유제품의 수요 개선 효과가 발생하였기 때문입니다.

>>> 올해 3분기 영업이익, -93억원 기록

S-Oil의 올해 3분기 영업이익은 -93억원으로 전 분기에 이어 적자를 지속하였다. 코비드19로 인한 중간유분 제품의 수요 회복이 크지 않았고, 공급 과잉 지속으로 PX가 부진한 스프레드를 지속하였으며, 텐어라운드/태풍으로 인한 일부 물량 측면의 감소가 있었기 때문이다. 다만 전 분기 대비 적자폭을 크게 줄였다.

부문별로는 1) 정유부문 영업이익은 -576억원으로 전 분기 대비 적자가 3,011억원 감소하였다. 싱가풀 정제마진이 적자 기조를 유지하였고, 텐어라운드/태풍으로 인한 기회손실이 발생하였지만, 석유제품 수요가 전 분기 대비 소폭 개선되었으며, 제품 수율 등을 경제성을 고려해 변경하였기 때문이다. 2) 석유화학부문 영업이익은 -483억원으로 전 분기 대비 적자전환하였다. 올레핀부문이 견고한 수익성을 지속하였지만, 중국 등의 증설로 방향족부문의 공급 과잉이 지속되었기 때문이다. 3) 윤활기유부문 영업이익은 966억원으로 전 분기 대비 6.5% 감소하였다. 다만 마진율이 높은 제품 판매 비중 확대 전략 추진 및 9월 역내 정기보수 증가로 높은 영업이익률(36.4%)을 지속하였다.

올해 4분기 영업이익은 901억원으로 전 분기 대비 흑자전환이 예상된다. 정유부문의 큰 폭의 실적 개선은 제한될 것으로 예상되나, 성수기 효과가 일부 발생할 것으로 전망되고, 석유화학/윤활기유부문은 역내 경쟁 설비 정부 보수 진행 및 전방 증설분 가동으로 회복세가 예상되기 때문이다.

>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 91,000원(유지)

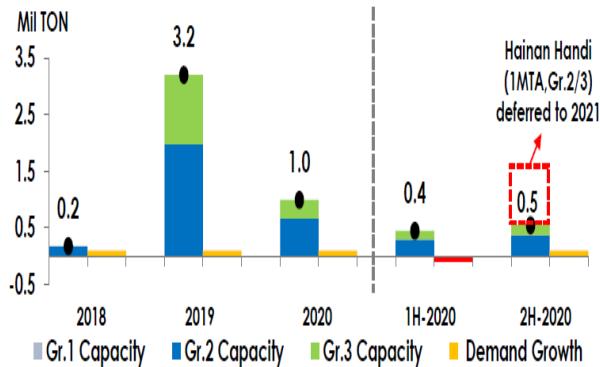
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 91,000원을 유지한다. 올해 3분기까지 적자 기조의 유지에도 불구하고, 정유부문은 코비드19 관련 각국 제한 조치 완화로 실적 회복세가 예상되며, PX/윤활기유도 내년부터는 공급 과잉이 축소되며 스프레드 개선이 예상되기 때문이다. 내년 코비드19 완화 움직임이 발생한다면, 정유주 중 실적/주가 반등이 가장 클 점도 고려할 필요가 있다. 한편 동사의 2단계 석유화학 프로젝트의 본격적인 투자 시점이 지연되고 있다. 단기적으로 대규모 투자가 제한된 점도 내년 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다.

싱가폴 복합정제마진 추이



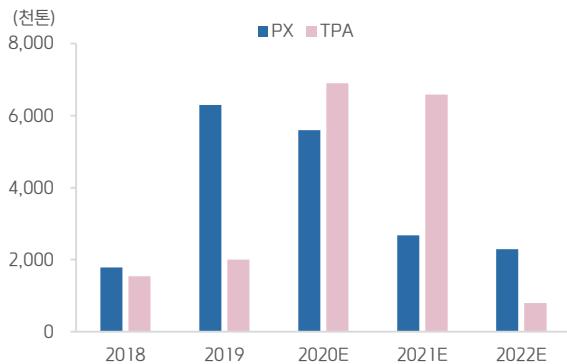
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

아시아 윤활기유 증설/수요 순증 추이



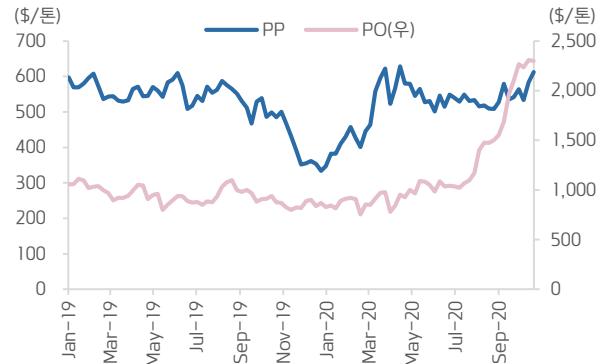
자료: TO, 키움증권 리서치

세계 PX/TPA 순증 추이/전망



자료: S-Oil, 키움증권 리서치

역내 PP/PO 스프레드(통합) 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,426	6,257	6,234	6,476	5,198	3,452	3,899	4,580	25,463	24,394	17,130	20,186
정유	4,074	5,002	4,869	5,064	3,956	2,592	2,991	3,284	20,127	19,009	12,823	14,740
석유화학	987	911	962	1,009	808	589	643	871	3,701	3,870	2,910	3,859
윤활기유	365	344	403	404	434	271	266	426	1,635	1,516	1,397	1,587
영업이익	270	-91	231	9	-1,007	-164	-9	90	639	420	-1,091	625
%OP	5.0%	-1.4%	3.7%	0.1%	-19.4%	-4.8%	-0.2%	2.0%	2.5%	1.7%	-6.4%	3.1%
정유	91	-136	100	-80	-1,190	-359	-58	-43	64	-25	-1,649	167
석유화학	151	4	79	20	67	91	-48	55	358	255	165	161
윤활기유	28	41	52	98	116	103	97	77	259	220	394	297

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	25,463.3	24,394.2	17,129.8	20,185.7	21,195.0
매출원가	24,200.2	23,346.8	17,762.4	19,032.3	19,793.6
매출총이익	1,263.0	1,047.4	-632.7	1,153.4	1,401.4
판관비	623.6	627.3	458.1	528.0	550.2
영업이익	639.5	420.1	-1,090.7	625.5	851.3
EBITDA	994.8	1,032.5	-462.0	1,241.8	1,457.3
영업외손익	-307.7	-309.7	-264.1	-271.1	-267.1
이자수익	24.3	14.0	21.7	28.4	46.0
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	426.0	426.0	426.0
증속 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	-1,354.8	354.4	584.2
법인세비용	73.8	44.9	0.0	78.0	128.5
계속사업순손익	258.0	65.4	-1,354.8	276.4	455.6
당기순이익	258.0	65.4	-1,354.8	276.4	455.6
지배주주순이익	258.0	65.4	-1,354.8	276.4	455.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	21.9	-4.2	-29.8	17.8	5.0
영업이익 증감율	-53.4	-34.3	-359.6	-157.3	36.1
EBITDA 증감율	-40.3	3.8	-144.7	-368.8	17.4
지배주주순이익 증감율	-79.3	-74.7	-2,171.6	-120.4	64.8
EPS 증감율	-79.3	-74.6	적전	흑전	64.9
매출총이익률(%)	5.0	4.3	-3.7	5.7	6.6
영업이익률(%)	2.5	1.7	-6.4	3.1	4.0
EBITDA Margin(%)	3.9	4.2	-2.7	6.2	6.9
지배주주순이익률(%)	1.0	0.3	-7.9	1.4	2.1

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,854.5	5,628.9	4,526.8	5,393.6	6,310.3
현금 및 현금성자산	664.5	291.0	592.6	848.5	1,553.0
단기금융자산	57.4	277.3	291.2	305.7	321.0
매출채권 및 기타채권	1,819.8	1,564.0	1,098.3	1,294.2	1,358.9
재고자산	3,139.1	3,196.0	2,244.3	2,644.7	2,776.9
기타유동자산	231.1	577.9	591.6	606.2	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	14,785.2	15,537.9	16,350.7
유동부채	5,789.0	5,748.7	5,097.7	5,170.2	5,123.6
매입채무 및 기타채무	2,700.3	2,733.0	2,082.1	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	9,675.7	10,248.2	10,701.6
자본지분	6,469.2	6,496.6	5,109.6	5,289.7	5,649.1
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	3,470.0	3,658.9	4,027.2
비자본지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,469.2	6,496.6	5,109.6	5,289.7	5,649.1

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-288.2	679.4	-79.4	243.3	698.3
당기순이익	258.0	65.4	-1,354.8	276.4	455.6
비현금항목의 가감	798.6	639.7	647.2	719.8	756.0
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	21.1	106.0	152.6
영업활동자산부채증감	-881.9	105.1	766.6	-529.6	-243.5
매출채권및기타채권의감소	-111.6	312.7	465.8	-195.9	-64.7
재고자산의감소	-590.5	20.7	951.8	-400.4	-132.2
매입채무및기타채무의증가	-289.6	239.2	-650.9	72.5	-46.6
기타	109.8	-467.5	-0.1	-5.8	0.0
기타현금흐름	-462.9	-130.8	-138.4	-223.3	-269.8
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	301.6	256.0	704.4
기초현금 및 현금성자산	480.1	664.5	291.0	592.6	848.5
기밀현금 및 현금성자산	664.5	291.0	592.6	848.5	1,553.0

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, %, 배)				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,213	561	-11,619	2,370	3,908
BPS	55,480	55,715	43,820	45,365	48,447
CFPS	9,061	6,047	-6,069	8,543	10,391
DPS	750	200	200	750	750
주가배수(배)					
PER	44.2	169.8	-4.9	24.0	14.6
PER(최고)	62.8	197.8	-8.3		
PER(최저)	43.9	142.4	-4.2		
PBR	1.8	1.7	1.3	1.3	1.2
PBR(최고)	2.5	2.0	2.2		
PBR(최저)	1.8	1.4	1.1		
PSR	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
PCFR	10.8	15.8	-9.4	6.7	5.5
EV/EBITDA	17.1	16.5	-27.8	10.5	8.8
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금	32.7	34.4	-1.7	30.5	18.5
배당수익률(%),보통주,현금	0.8	0.2	0.4	1.3	1.3
ROA	1.7	0.4	-8.7	1.8	2.9
ROE	3.9	1.0	-23.3	5.3	8.3
ROI	4.6	2.3	-9.0	4.1	5.5
매출채권회전율	14.3	14.4	12.9	16.9	16.0
재고자산회전율	8.6	7.7	6.3	8.3	7.8
부채비율	146.6	151.4	189.4	193.7	189.4
순차입금비율	87.8	94.3	123.3	123.4	111.7
이자보상배율	8.8	2.3	-5.6	3.0	3.8
총차입금	6,403.1	6,692.7	7,182.5	7,682.5	8,182.5
순차입금	5,681.1	6,124.4	6,298.8	6,528.2	6,308.5
NOPLAT	994.8	1,032.5	-462.0	1,241.8	1,457.3
FCF	-2,066.8	189.6	-185.3	74.6	526.5

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 10월 28일 현재 'S-Oil' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 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 일제의 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	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	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	-25.80	-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			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기입	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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%