

S-Oil (010950)

정유업 공급과잉 지속. 다만, PO 급등은 긍정적

3Q20 영업이익 컨센 101% 하회

3Q20 영업이익은 -93억원(QoQ 적지, YoY 적지)으로 컨센 (1,417억원)을 101% 하회했다. 일회성손익 +400억원 가량(재고관련이익 +1,300억원 / 정기보수 기회손실 약 -900억원)을 제거할 경우 정상적인 영업이익은 -500억원 가량으로 추정된다. 정유부문 영업이익은 -576억원을 기록했다. 재고관련이익 900억원을 제거할 경우, 정제마진으로 실현한 기본 이익은 -1,500억원 가량이다. 화학 영업이익은 -483억원(QoQ 적전)을 기록했다. PO, PP 강세에도 불구하고 PX, BTX 약세 영향이 컸다. 유틸기유 영업이익은 966억원(QoQ -7%)으로 견조했는데, 낮은 원료 투입효과와 재고관련이익 400억원 반영에 따른 영향이다.

4Q20 영업이익 적자 확대 추정

4Q20 영업이익은 -600억원(QoQ 적지, YoY 적전)으로 전분기 대비 적자폭이 확대될 전망이다. OPEC+의 감산폭 축소와 수요 부진에 따라 유가의 상승 가능성이 제한적이기에 전분기에 발생한 재고관련이익은 제거되고, 정제마진은 전분기와 유사한 수준에서 유지될 것을 가정했다. 석유화학은 PX, BTX 약세에도 불구하고 PO의 급등으로 인해 영업이익 331억원으로 흑자전환을 추정한다. 유틸기유 영업이익은 682억원(QoQ -29%)으로 감익을 추정한다. 전분기에 발생한 재고관련이익이 제거됨을 가정했다.

누적된 공급과잉 해소를 위한 시간이 필요

Neutral, 목표주가 65,000원을 유지한다. COVID-19에 따른 수요 절벽으로 석유제품 공급과잉은 현재 진행형이다. 미국과 중국의 정제설비 가동률은 70%대에 머무르고 있는 반면, 석유제품 재고는 6년 밴드 상단을 상회하는 상황이다. 공급과잉 해소를 위해서는 재고소진과 가동률 상승분의 흡수라는 두 단계의 절차가 아직 남았다. 중국의 석유제품 수출 확대 가능성도 배제할 수 없다. PX, BTX 또한 약세가 지속되고 있다. 누적된 공급과잉 해소를 위해서는 드라마틱한 수요 반전이 필요하다. 적어도 내년 상반기까지 보수적 관점을 유지한다.

Earnings Review

Neutral

TP(12M): 65,000원 | CP(10월 28일): 56,900원

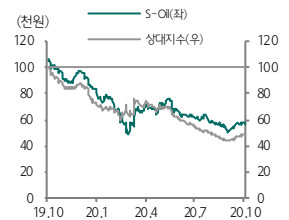
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,345.26
52주 최고/최저(원)	106,000/48,500
시가총액(십억원)	6,417.2
시가총액비중(%)	0.40
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	393,810.7
60일 평균 거래대금(십억원)	22.9
20년 배당금(예상, 원)	200
20년 배당수익률(예상, %)	0.35
외국인지분율(%)	73.69
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company	63.45
BV 외 10 인	
국민연금공단	5.75
주가상승률	1M 6M 12M
절대	12.0 (20.3) (46.2)
상대	9.5 (34.2) (51.8)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	17,434.8	19,787.8
영업이익(십억원)	(945.4)	888.8
순이익(십억원)	(845.6)	553.9
EPS(원)	(7,252)	4,750
BPS(원)	48,311	52,299

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	25,463.3	24,394.2	16,380.0	14,118.2	14,006.8
영업이익	십억원	639.5	420.1	(1,240.9)	404.9	484.3
세전이익	십억원	331.8	110.4	(1,492.5)	46.5	119.8
순이익	십억원	258.0	65.4	(1,044.7)	35.3	91.0
EPS	원	2,213	561	(8,960)	303	781
증감률	%	(79.30)	(74.65)	적전	흑전	157.76
PER	배	44.15	169.88	(6.36)	188.12	72.98
PBR	배	1.76	1.71	1.22	1.22	1.21
EV/EBITDA	배	17.06	16.54	(13.92)	18.95	17.20
ROE	%	3.88	1.01	(17.50)	0.65	1.66
BPS	원	55,496	55,731	46,671	46,773	47,254
DPS	원	750	200	200	300	300



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com@hanafn.com

RA 손진원
02-3771-3811
jwshon@hanafn.com

표 1. S-Oil 3Q20 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q20	2Q20	3Q19	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	3,899.2	3,451.8	6,234.5	-37.5	13.0	4,660.2	-16.3	4,289.7	-9.1
영업이익	-9.3	-164.3	230.7	적전	적지	-38.3	75.7	1,417.0	-100.7
세전이익	28.3	-156.5	74.1	-61.8	흑전	-150.4	118.8		N/A
순이익	30.3	-66.9	51.6	-41.3	흑전	-95.1	131.9	831.0	-96.4
영업이익률	-0.2	-4.8	3.7	-3.9	4.5	-0.8	0.6	33.0	-33.3
세전이익률	0.7	-4.5	1.2	-0.5	5.3	-3.2	4.0	0.0	0.7
순이익률	0.8	-1.9	0.8	-0.1	2.7	-2.0	2.8	19.4	-18.6

자료: 하나금융투자

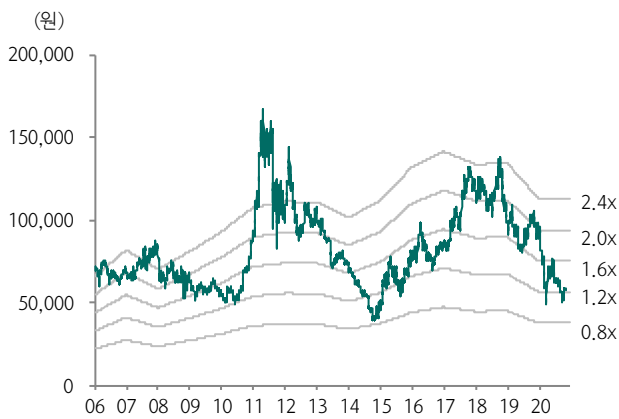
표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2020F			2021F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	16,380.0	17,812.0	-8.0	14,118.2	16,594.4	-14.9
영업이익	-1,240.9	-1,269.8	2.3	404.9	404.9	0.0
세전이익	-1,492.5	-1,675.0	10.9	46.5	37.7	23.3
순이익	-1,044.7	-1,172.5	10.9	35.3	28.6	23.4
영업이익률	-7.6	-7.1	-0.4	2.9	2.4	0.4
세전이익률	-9.1	-9.4	0.3	0.3	0.2	0.1
순이익률	-6.4	-6.6	0.2	0.3	0.2	0.1

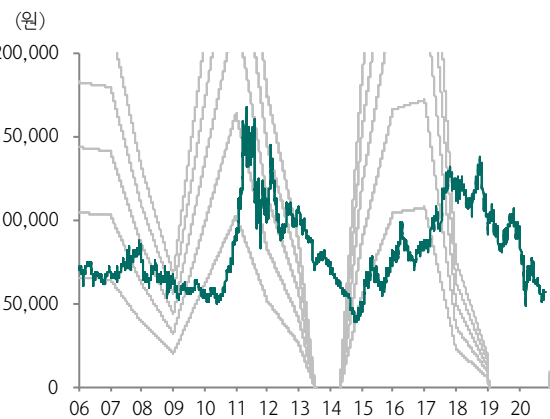
자료: 하나금융투자

그림 1. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 3. S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
매출액	5,426.2	6,257.3	6,234.5	6,476.3	5,198.4	3,451.9	3,899.2	3,830.6	25,463.3	24,394.3	16,380.0	14,118.2
QoQ(%)	-20.9%	15.3%	-0.4%	3.9%	-19.7%	-33.6%	13.0%	-1.8%				
YoY(%)	0.3%	4.2%	-13.3%	-5.6%	-4.2%	-44.8%	-37.5%	-40.9%	21.9%	-4.2%	-32.9%	-13.8%
정유부문	4,074.3	5,001.8	4,869.0	5,063.5	3,956.4	2,591.5	2,991.0	2,873.2	20,126.5	19,008.6	12,412.1	10,602.9
석유화학부문	986.9	911.2	962.4	1,009.1	808.1	589.1	642.5	658.3	3,701.4	3,869.6	2,698.0	2,383.3
윤활기유부문	365.0	344.3	403.1	403.6	433.9	271.3	265.6	299.1	1,635.4	1,516.0	1,270.0	1,131.9
영업이익	270.4	-90.5	230.7	38.6	-1,007.3	-164.3	-9.3	-60.0	680.4	449.2	-1,240.9	404.9
영업이익률(%)	5.0%	-1.4%	3.7%	0.6%	-19.4%	-4.8%	-0.2%	-1.6%	2.7%	1.8%	-7.6%	2.9%
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	-83.3%	적전	적지	적지	적지				
YoY(%)	6.2%	적전	-26.9%	흑전	적전	적지	적전	적전	-50.5%	-34.0%	적전	흑전
정유부문	95.7	-136.1	99.7	-79.7	-1,190.0	-358.7	-57.6	-161.3	64.4	-20.4	-1,767.6	87.5
영업이익률(%)	2.3%	-2.7%	2.0%	-1.6%	-30.1%	-13.8%	-1.9%	-5.6%	0.3%	-0.1%	-14.2%	0.8%
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	적전	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	5.9%	적전	-41.5%	적지	적전	적지	적전	적지	-89.7%	적전	적지	흑전
석유화학부문	147.5	4.2	79.4	20.1	66.5	91.1	-48.3	33.1	358.0	251.2	142.4	178.1
영업이익률(%)	14.9%	0.5%	8.3%	2.0%	8.2%	15.5%	-7.5%	5.0%	9.7%	6.5%	5.3%	7.5%
QoQ(%)	-6.9%	-97.2%	1790.5%	-74.7%	230.8%	37.0%	적전	흑전				
YoY(%)	82.1%	-74.5%	-22.2%	-87.3%	-54.9%	2069.0%	적전	64.9%	9.9%	-29.8%	-43.3%	25.1%
윤활기유부문	27.2	41.4	51.6	98.2	116.2	103.3	96.6	68.2	259.1	218.4	384.3	139.3
영업이익률(%)	7.5%	12.0%	12.8%	24.3%	26.8%	38.1%	36.4%	22.8%	15.8%	14.4%	30.3%	12.3%
QoQ(%)	-46.5%	52.2%	24.6%	90.3%	18.3%	-11.1%	-6.5%	-29.4%				
YoY(%)	-67.7%	-48.8%	19.4%	93.1%	327.2%	149.5%	87.2%	-30.5%	-38.4%	-15.7%	76.0%	-63.8%
당기순이익	113.6	-147.4	51.6	47.7	-880.6	-66.9	30.3	-127.5	258.0	65.4	-1,044.7	35.3
당기순이익률(%)	2.1%	-2.4%	0.8%	0.7%	-16.9%	-1.9%	0.8%	-3.3%	1.0%	0.3%	-6.4%	0.3%
QoQ(%)	-135.1%	-229.8%	-135.0%	-7.6%	-1947.6%	-92.4%	-145.3%	-521.1%				
YoY(%)	-39.8%	-190.3%	-77.6%	-114.7%	-875.3%	-54.6%	-41.3%	-367.4%	-79.3%	-74.6%	적전	흑전

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	25,463.3	24,394.2	16,380.0	14,118.2	14,006.8
매출원가	24,200.2	23,346.8	17,108.8	13,210.2	12,973.6
매출총이익	1,263.1	1,047.4	(728.8)	908.0	1,033.2
판매비	623.6	627.3	512.1	503.0	548.8
영업이익	639.5	420.1	(1,240.9)	404.9	484.3
금융손익	(120.7)	(242.1)	(208.5)	(315.3)	(321.4)
종속/관계기업손익	4.1	2.6	2.6	2.6	2.6
기타영업외손익	(191.1)	(70.1)	(45.7)	(45.7)	(45.7)
세전이익	331.8	110.4	(1,492.5)	46.5	119.8
법인세	73.8	44.9	(447.7)	11.2	28.7
계속사업이익	258.0	65.4	(1,044.7)	35.3	91.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	258.0	65.4	(1,044.7)	35.3	91.0
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	258.0	65.4	(1,044.7)	35.3	91.0
지배주주지분포괄이익	243.7	56.6	(1,044.7)	35.3	91.0
NOPAT	497.3	249.1	(868.6)	307.7	368.1
EBITDA	994.8	1,032.5	(947.3)	697.4	775.9
성장성(%)					
매출액증가율	21.88	(4.20)	(32.85)	(13.81)	(0.79)
NOPAT증가율	(52.21)	(49.91)	적전	흑전	19.63
EBITDA증가율	(40.34)	3.79	적전	흑전	11.26
영업이익증가율	(53.43)	(34.31)	적전	흑전	19.61
(지배주주)순이익증가율	(79.30)	(74.65)	적전	흑전	157.79
EPS증가율	(79.30)	(74.65)	적전	흑전	157.76
수익성(%)					
매출총이익률	4.96	4.29	(4.45)	6.43	7.38
EBITDA이익률	3.91	4.23	(5.78)	4.94	5.54
영업이익률	2.51	1.72	(7.58)	2.87	3.46
계속사업이익률	1.01	0.27	(6.38)	0.25	0.65

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,213	561	(8,960)	303	781
BPS	55,496	55,731	46,671	46,773	47,254
CFPS	9,061	6,047	(8,167)	5,938	6,612
EBITDAPS	8,531	8,855	(8,124)	5,981	6,654
SPS	218,373	209,204	140,475	121,077	120,122
DPS	750	200	200	300	300
주가지표(배)					
PER	44.15	169.88	(6.36)	188.12	72.98
PBR	1.76	1.71	1.22	1.22	1.21
PCFR	10.78	15.76	(6.98)	9.60	8.62
EV/EBITDA	17.06	16.54	(13.92)	18.95	17.20
PSR	0.45	0.46	0.41	0.47	0.47
재무비율(%)					
ROE	3.88	1.01	(17.50)	0.65	1.66
ROA	1.66	0.41	(6.67)	0.23	0.58
ROIC	4.51	1.99	(6.96)	2.53	3.00
부채비율	146.63	151.41	175.67	182.22	192.79
순부채비율	87.90	94.39	122.02	122.29	123.49
이자보상배율(배)	8.84	2.30	(6.37)	1.91	2.09

자료: 하나금융투자

대차대조표

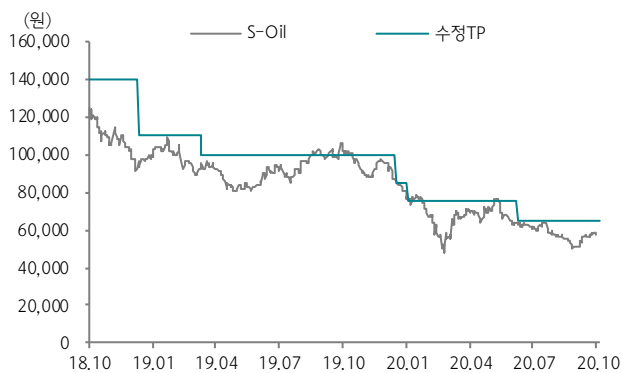
	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	5,854.5	5,628.9	4,035.7	4,230.6	4,772.5
금융자산	726.5	568.9	637.5	1,301.3	1,866.3
현금성자산	664.5	291.0	354.0	1,012.2	1,571.4
매출채권	1,641.5	1,312.3	881.2	759.5	753.5
채고자산	3,139.1	3,196.0	2,146.0	1,849.7	1,835.1
기타유동자산	347.4	551.7	371.0	320.1	317.6
비유동자산	10,100.5	10,704.5	10,961.2	11,156.3	11,354.7
투자자산	120.4	128.6	105.5	99.0	98.7
금융자산	88.9	98.3	85.2	81.4	81.3
유형자산	9,740.7	10,139.1	10,425.7	10,633.2	10,836.7
무형자산	104.4	101.3	94.5	88.7	83.8
기타비유동자산	135.0	335.5	335.5	335.4	335.5
자산총계	15,955.0	16,333.4	14,996.9	15,387.0	16,127.1
유동부채	5,789.0	5,748.7	5,263.5	5,168.4	5,353.8
금융부채	2,948.2	2,901.5	3,176.4	3,369.3	3,569.0
매입채무	1,437.3	1,655.2	1,671.8	1,440.9	1,429.5
기타유동부채	1,403.5	1,192.0	415.3	358.2	355.3
비유동부채	3,696.8	4,088.1	4,293.2	4,766.5	5,265.2
금융부채	3,464.6	3,799.3	4,099.3	4,599.3	5,099.3
기타비유동부채	232.2	288.8	193.9	167.2	165.9
부채총계	9,485.8	9,836.8	9,556.8	9,934.8	10,619.0
지배주주지분	6,469.2	6,496.6	5,440.1	5,452.1	5,508.1
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
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	25.0	27.3	27.3	27.3	27.3
이익잉여금	4,823.1	4,848.2	3,791.7	3,803.7	3,859.7
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,469.2	6,496.6	5,440.1	5,452.1	5,508.1
순금융부채	5,686.3	6,132.0	6,638.3	6,667.3	6,802.1

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(288.2)	679.4	125.1	648.5	556.7
당기순이익	258.0	65.4	(1,044.7)	35.3	91.0
조정	34	51	36	46	46
감가상각비	355.3	612.4	293.6	292.5	291.6
외환거래손익	(17.2)	(58.1)	72.1	169.1	169.1
지분법손익	(4.1)	(2.9)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
기타	(300.0)	(500.4)	(327.1)	(413.0)	(412.1)
영업활동 자산부채 변동	(881.9)	105.1	806.8	154.1	7.6
투자활동 현금흐름	(415.2)	(1,069.5)	(625.3)	(659.8)	(662.2)
투자자산감소(증가)	8.3	(5.6)	25.6	9.1	2.9
자본증가(감소)	(2,040.9)	(821.1)	(573.3)	(494.1)	(490.2)
기타	1,617.4	(242.8)	(77.6)	(174.8)	(174.9)
재무활동 현금흐름	887.8	16.5	563.2	669.5	664.6
금융부채증가(감소)	1,561.3	288.0	574.9	692.9	699.7
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(56.4)	(242.3)	0.0	0.0	(0.1)
배당지급	(617.1)	(29.2)	(11.7)	(23.4)	(35.0)
현금의 증감	184.5	(373.5)	63.0	658.2	559.1
Unlevered CFO	1,056.6	705.1	(952.3)	692.4	771.0
Free Cash Flow	(2,329.6)	(147.9)	(448.2)	154.3	66.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.6	Neutral	65,000		
20.1.30	Neutral	75,000	-9.67%	-35.33%
20.1.13	Neutral	85,000	-3.15%	-10.12%
19.4.8	Neutral	100,000	-7.71%	6.00%
19.1.7	Neutral	110,000	-10.48%	-0.91%
18.10.10	Neutral	140,000	-19.07%	-4.29%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.22%	7.78%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 10월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 10월 29일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2020년 10월 29일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.