S-Oil (010950)

재고가 감소하고 있다

BUY(Maintain)

목표주가: 91,000원

주가(12/02): 70,800원

시가총액: 79,709억원

화학/정유
Analyst 이동욱
02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com
RA 권준수
02) 3787-3760 wkdud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(12/02)		2,675.90pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	97,800원	48,500원
등락률	-27.6%	46.0%
수익률	절대	상대
1M	28.7%	10.7%
6M	-4.2%	-25.3%
1Y	-20.1%	-37.5%

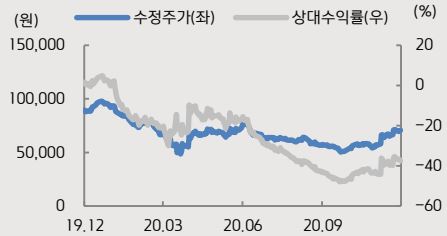
Company Data

발행주식수		112,583천주
일평균 거래량(3M)		514천주
외국인 지분율		75.0%
배당수익률(20E)		0.0%
BPS(20E)		43,004원
주요 주주	AOC 외 11인	63.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	25,463.3	24,394.2	16,755.5	18,308.0
영업이익	639.5	420.1	-1,208.1	786.6
EBITDA	994.8	1,032.5	-579.4	1,402.9
세전이익	331.8	110.4	-1,473.4	543.9
순이익	258.0	65.4	-1,473.4	424.2
지배주주지분순이익	258.0	65.4	-1,473.4	424.2
EPS(원)	2,213	561	-12,636	3,638
증감률(%YoY)	-79.3	-74.6	적전	흑전
PER(배)	44.2	169.8	-5.6	19.5
PBR(배)	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	17.1	16.5	-25.0	10.2
영업이익률(%)	2.5	1.7	-7.2	4.3
ROE(%)	3.9	1.0	-25.6	8.2
순부채비율(%)	87.8	94.3	126.6	116.7

Price Trend



최근 역내 정제마진이 소폭 반등하고 있습니다. 올해 정제설비 폐쇄/전환 물량이 컸고, 역내/외 석유제품 재고가 감소세에 있기 때문입니다. 코비드19가 완화될 것으로 예상되는 내년 하반기에는 수급 밸런스가 맞춰지면서 의미 있는 정제마진 개선이 예상됩니다. 또한 S-Oil은 올레핀쪽으로 선제적 석유화학 포트폴리오를 조정한 점도 내년 실적 개선에 긍정적으로 작용할 것으로 보입니다.

>>> 정유, 과거를 복기해 볼 필요가 있다

최근 역내 정제마진이 소폭 반등하고 있다. 올해 세계 정제설비 중 150만B/D가 폐쇄/전환이 전망되고, 내년도 40만B/D 정도 추가적인 폐쇄가 예상되고 있기 때문이다. 또한 각 지역 석유제품 재고가 감소하는 것도 마진 반등에 긍정적으로 작용하고 있다. 1) 세계 부유 저장소 석유제품 재고는 올해 말에는 코비드19 이전 수준으로 감소할 것으로 전망되고, 2) 싱가폴 가솔린 재고는 큰 폭으로 감소하며 작년 동기 대비 하회하고 있으며, 3) 미국/유럽/싱가폴 디젤 재고도 정유업체들의 수율 증가(항공유 → 디젤)에도 불구하고 최근 재고가 감소세에 있다.

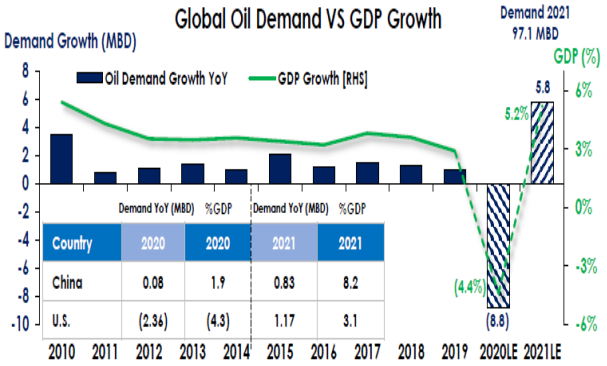
당 리서치센터는 내년 하반기에 수급 밸런스가 맞춰지면서 역내 정제마진이 의미 있게 반등할 것으로 전망하고 있다. 백신의 개발/보급 시기에 따라 정제마진 반등 시점은 빨라질 수도 있을 것으로 보인다.

한편 Golden Age 등 과거 싸이클을 복기해 볼 필요가 있다. S-Oil의 정유부문은 2014년 약 0.7조원의 영업손실을 기록하였고, 2015년과 2016년 각각 0.3조원, 0.8조원의 영업이익을 기록하였다. 참고로 2014년 싸이클 저점 시기에 Exxon/Chevron/Total/BP/Shell 등 5대 메이저 업체들은 $300억의 자산 손상차손 처리를 하였다. 그리고 그 이후 업황의 반전이 있었다. 올해 메이저 업체들의 손상차손비는 2014년의 2배가 넘는 $720억를 상회할 전망이다. 내년/내후년 정유 업황 전망 시 과거를 복기해 볼 필요가 있어 보인다.

>>> 내년 영업이익, 올해 대비 큰 폭의 흑자전환 전망

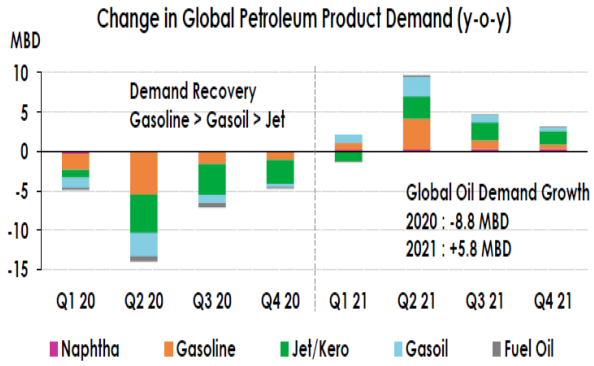
동사의 내년 영업이익은 큰 폭의 개선이 예상된다. 올해까지 부진한 스프레드가 유지될 것으로 예상되는 PX는 내년 증설 제한 및 TPA 공급 확대 등으로 올해 대비 수익성이 개선될 것으로 전망되고, 내년 상반기 석유제품 재고가 감소하는 가운데, 역내 정제설비 증설 제한으로 하반기로 갈수록 정유부문 실적 반등이 예상되기 때문이다. 그리고 PO/PP 등 올레핀쪽으로 선제적으로 사업 포트폴리오를 전환한 점도 경쟁사 대비 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다. 또한 윤활기유부문도 내년 공급 증가가 제한된 가운데 수요 개선으로 견고한 수익성이 유지될 것으로 보인다.

세계 원유 수요 전망 1



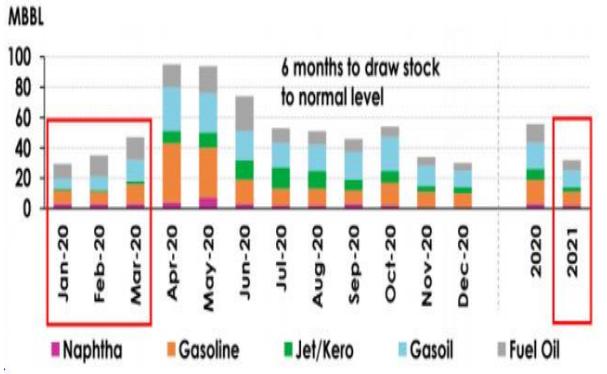
자료: IMF, IEA, 키움증권 리서치

세계 원유 수요 전망 2



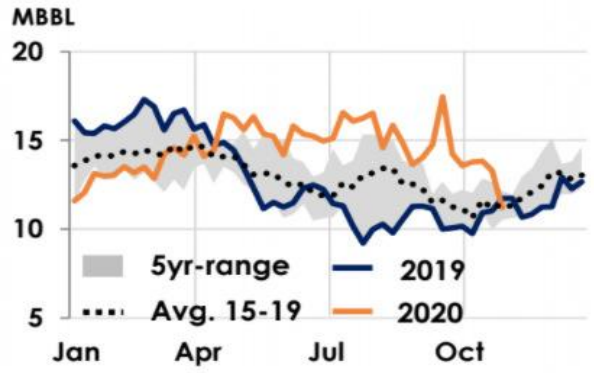
자료: EA, 키움증권 리서치

세계 부유 저장소 석유제품 재고 추이/전망



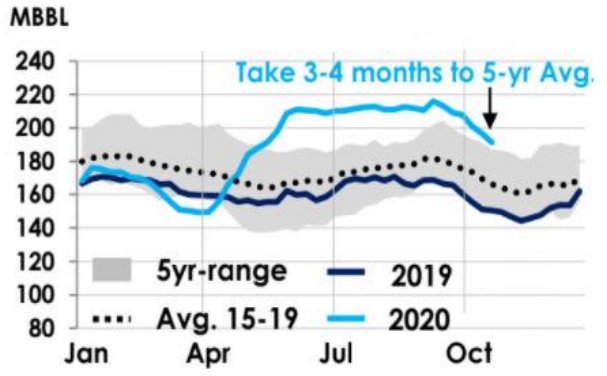
자료: FGE, 키움증권 리서치

싱가폴 가솔린 재고 추이



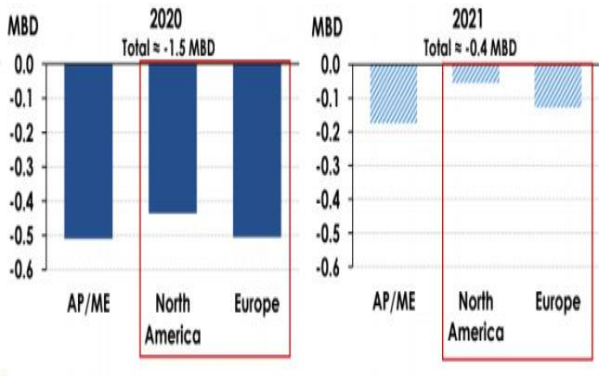
자료: 로이터, 키움증권 리서치

미국/유럽/싱가폴 디젤 재고 추이



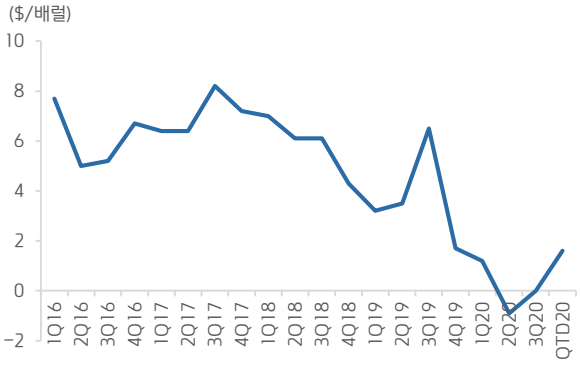
자료: 로이터, 키움증권 리서치

세계 정제설비의 폐쇄 및 바이오 플랜트 전환 전망



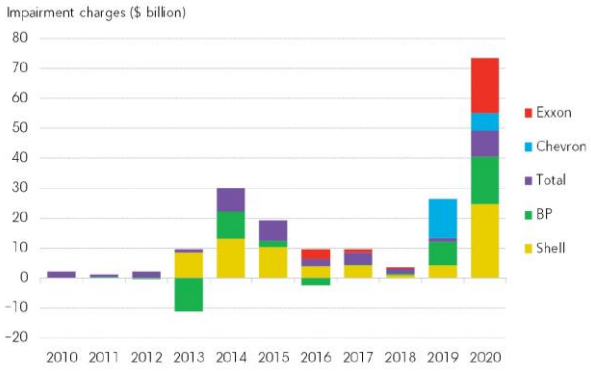
자료: FGE, 키움증권 리서치

싱가폴 정제마진 추이



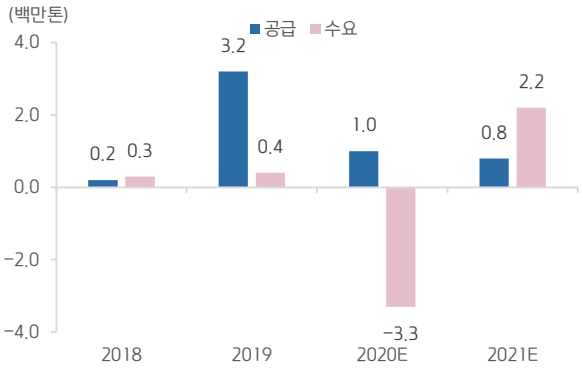
자료: 로이터, 키움증권 리서치

주요 메이저 석유 업체들의 자산 손상차손비 추이



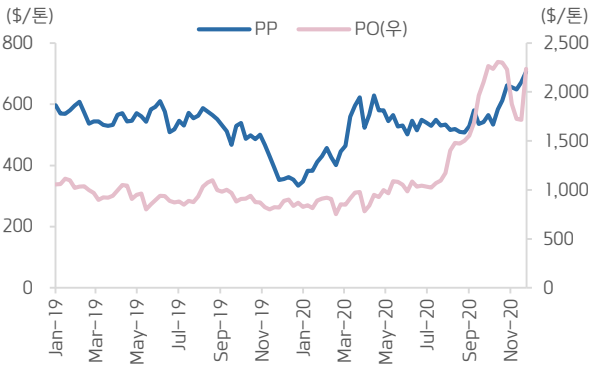
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

아시아/중동 윤활기유 공급/수요 순증 추이/전망



자료: Argus, ICIS, 키움증권 리서치

역내 PO/PP 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,426	6,257	6,234	6,476	5,198	3,452	3,899	4,206	25,463	24,394	16,755	18,308
정유	4,074	5,002	4,869	5,064	3,956	2,592	2,991	3,068	20,127	19,009	12,607	13,563
석유화학	987	911	962	1,009	808	589	643	733	3,701	3,870	2,773	3,227
윤활기유	365	344	403	404	434	271	266	405	1,635	1,516	1,376	1,518
영업이익	270	-91	231	9	-1,007	-164	-9	-27	639	420	-1,208	787
%OP	5.0%	-1.4%	3.7%	0.1%	-19.4%	-4.8%	-0.2%	-0.6%	2.5%	1.7%	-7.2%	4.3%
정유	91	-136	100	-80	-1,190	-359	-58	-109	64	-25	-1,715	274
석유화학	151	4	79	20	67	91	-48	7	358	255	116	184
윤활기유	28	41	52	98	116	103	97	75	259	220	391	328

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	25,463.3	24,394.2	16,755.5	18,308.0	19,443.4
매출원가	24,200.2	23,346.8	17,514.3	17,037.5	17,871.6
매출총이익	1,263.0	1,047.4	-758.8	1,270.5	1,571.8
판관비	623.6	627.3	449.3	483.9	509.1
영업이익	639.5	420.1	-1,208.1	786.6	1,062.7
EBITDA	994.8	1,032.5	-579.4	1,402.9	1,668.7
영업외손익	-307.7	-309.7	-265.3	-242.7	-213.7
이자수익	24.3	14.0	20.5	35.5	57.9
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	426.0	404.7	384.5
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	-1,473.4	543.9	849.0
법인세비용	73.8	44.9	0.0	119.7	186.8
계속사업순손익	258.0	65.4	-1,473.4	424.2	662.2
당기순이익	258.0	65.4	-1,473.4	424.2	662.2
지배주주순이익	258.0	65.4	-1,473.4	424.2	662.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	21.9	-4.2	-31.3	9.3	6.2
영업이익 증감율	-53.4	-34.3	-387.6	-165.1	35.1
EBITDA 증감율	-40.3	3.8	-156.1	-342.1	18.9
지배주주순이익 증감율	-79.3	-74.7	-2,352.9	-128.8	56.1
EPS 증감율	-79.3	-74.6	적전	흑전	56.1
매출총이익율(%)	5.0	4.3	-4.5	6.9	8.1
영업이익률(%)	2.5	1.7	-7.2	4.3	5.5
EBITDA Margin(%)	3.9	4.2	-3.5	7.7	8.6
지배주주순이익률(%)	1.0	0.3	-8.8	2.3	3.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,854.5	5,628.9	4,406.2	5,318.9	6,450.7
현금 및 현금성자산	664.5	291.0	545.1	1,140.2	2,035.2
단기금융자산	57.4	277.3	291.2	305.7	321.0
매출채권 및 기타채권	1,819.8	1,564.0	1,074.3	1,173.8	1,246.6
재고자산	3,139.1	3,196.0	2,195.2	2,398.6	2,547.4
기타유동자산	231.1	577.9	591.6	606.3	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	14,664.7	15,463.2	16,491.1
유동부채	5,789.0	5,748.7	5,072.3	5,042.8	5,004.8
매입채무 및 기타채무	2,700.3	2,733.0	2,056.7	2,027.2	1,989.2
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	9,650.3	10,120.8	10,582.7
지배지분	6,469.2	6,496.6	5,014.4	5,342.4	5,908.4
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	3,374.8	3,711.6	4,286.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,469.2	6,496.6	5,014.4	5,342.4	5,908.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-288.2	679.4	-138.6	570.7	888.8
당기순이익	258.0	65.4	-1,473.4	424.2	662.2
비현금항목의 가감	798.6	639.7	648.3	754.3	802.4
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	22.2	140.5	199.0
영업활동자산부채증감	-881.9	105.1	826.0	-350.0	-259.6
매출채권및기타채권의감소	-111.6	312.7	489.8	-99.5	-72.8
재고자산의감소	-590.5	20.7	1,000.8	-203.4	-148.8
매입채무및기타채무의증가	-289.6	239.2	-676.3	-29.5	-38.0
기타	109.8	-467.5	11.7	-17.6	0.0
기타현금흐름	-462.9	-130.8	-139.5	-257.8	-316.2
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	452.7	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	0.0	-87.4
기타	-1.4	-47.3	-47.3	-47.3	-47.3
기타현금흐름	0.1	0.1	499.7	108.9	178.7
현금 및 현금성자산의 순증가	184.5	-373.5	254.0	595.2	894.9
기초현금 및 현금성자산	480.1	664.5	291.0	545.1	1,140.2
기말현금 및 현금성자산	664.5	291.0	545.1	1,140.2	2,035.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,213	561	-12,636	3,638	5,679
BPS	55,480	55,715	43,004	45,816	50,670
CFPS	9,061	6,047	-7,076	10,107	12,560
DPS	750	200	0	750	750
주가배수(배)					
PER	44.2	169.8	-5.6	19.5	12.5
PER(최고)	62.8	197.8	-7.7		
PER(최저)	43.9	142.4	-3.8		
PBR	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
PBR(최고)	2.5	2.0	2.3		
PBR(최저)	1.8	1.4	1.1		
PSR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
PCFR	10.8	15.8	-10.0	7.0	5.6
EV/EBITDA	17.1	16.5	-25.0	10.2	8.4
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	32.7	34.4	0.0	19.9	12.8
배당수익률(%,보통주,현금)	0.8	0.2	0.0	1.1	1.1
ROA	1.7	0.4	-9.5	2.8	4.1
ROE	3.9	1.0	-25.6	8.2	11.8
ROIC	4.6	2.3	-9.9	5.3	7.0
매출채권회전율	14.3	14.4	12.7	16.3	16.1
재고자산회전율	8.6	7.7	6.2	8.0	7.9
부채비율	146.6	151.4	192.5	189.4	179.1
순차입금비율	87.8	94.3	126.6	116.7	98.6
이자보상배율	8.8	2.3	-6.2	3.7	4.8
총차입금	6,403.1	6,692.7	7,182.5	7,682.5	8,182.5
순차입금	5,681.1	6,124.4	6,346.3	6,236.5	5,826.3
NOPLAT	994.8	1,032.5	-579.4	1,402.9	1,668.7
FCF	-2,066.8	189.6	-243.2	379.8	675.3

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 12월 2일 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

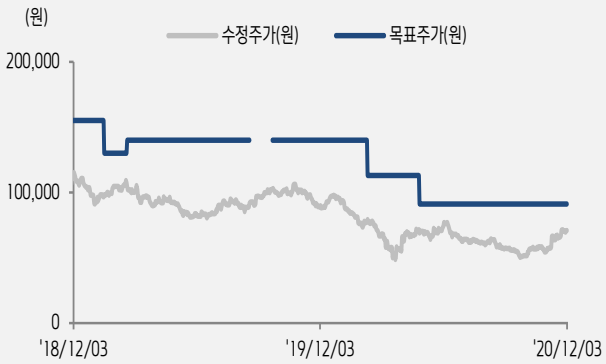
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
S-Oil (010950)	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	-30.62	-21.54
	2020-12-03	Buy(Maintain)	91,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%