



BUY(Maintain)

목표주가: 91,000원
주가(1/28): 70,200원
시가총액: 79,033억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(1/28)		3,069.05pt
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	79,200원	48,500원
등락률	-11.4%	44.7%
수익률	절대	상대
	1M	3.1%
	6M	14.0%
	1Y	-8.1%
		-34.8%

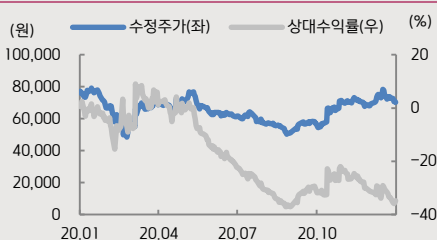
Company Data

발행주식수	112,583천주
일평균 거래량(3M)	688천주
외국인 지분율	76.0%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	48,796원
주요 주주	AOC 외 11인 63.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	25,463.3	24,394.2	16,829.7	20,652.9
영업이익	639.5	420.1	-1,087.7	788.3
EBITDA	994.8	1,032.5	-459.0	1,396.8
세전이익	331.8	110.4	-1,156.5	745.5
순이익	258.0	65.4	-798.0	581.5
지배주주지분순이익	258.0	65.4	-798.0	581.5
EPS(원)	2,213	561	-6,843	4,987
증감률(%YoY)	-79.3	-74.6	적전	흑전
PER(배)	44.2	169.8	-10.1	14.1
PBR(배)	1.8	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	17.1	16.5	-29.5	9.6
영업이익률(%)	2.5	1.7	-6.5	3.8
ROE(%)	3.9	1.0	-13.1	9.8
순부채비율(%)	87.8	94.3	98.2	87.0

Price Trend



S-Oil (010950)

작년 4분기 실적, 시장 기대치 상회



S-Oil의 작년 4분기 영업이익은 931억원으로 시장 기대치를 상회하였습니다. 부정적인 환율/정제마진 효과에도 불구하고, 석유화학/유탄기유부문의 실적 개선에 기인합니다. 동사에 대해 투자이견 Buy, 목표주가 91,000원 유지합니다.

>>> 작년 4분기 영업이익, 전 분기 대비 흑자전환

S-Oil의 작년 4분기 영업이익은 931억원으로 전 분기 대비 흑자전환하며 시장 기대치(708억원)를 상회하였다. 부정적인 정제마진이 지속되었고 수출주에 부정적 환율 효과(-900억원 수준)가 발생하였으나, 석유화학/유탄기유부문의 실적 개선에 기인한다.

정유부문 영업이익은 -897억원으로 전 분기에 이어 적자를 지속하였다. 계절적 성수기에도 불구하고, 1) 코비드19 확산으로 수요 반등이 제한적이었고, 2) 사우디 OSP 하락으로 재고평가이익이 전 분기 대비 감소하였기 때문이다.

석유화학부문 영업이익은 727억원으로 전 분기 대비 큰 폭의 흑자전환을 하였다. 주력 제품인 PX의 스프레드가 크게 개선되지는 않았지만, 1) SM 유도체 시황 호조로 벤젠 수익성이 증가하였고, 2) PP/PO 등 올레핀부문도 전방 자동차/가전/포장재 등의 수요 호조로 마진 개선이 컸기 때문이다.

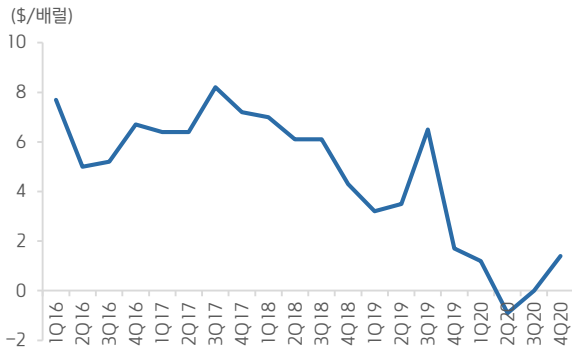
유탄기유부문 영업이익은 1,101억원으로 전 분기 대비 14.0% 증가하였다. 전 분기 일부 라인 정기보수 진행에 따른 물량 측면의 기저 효과가 발생한 가운데, 주요 경쟁 설비들의 정기보수 진행으로 인한 공급 감소에 기인한다.

한편 동사는 이번 실적 발표에서 올해 Capex에 대한 가이드를 발표하였다. 동사는 올해 Capex를 작년 정유부문 대규모 적자 발생 등으로 작년 대비 36.5% 감소한 2,523억원을 제시하였다.

>>> 올해 영업이익, 작년 대비 큰 폭의 흑자전환 전망

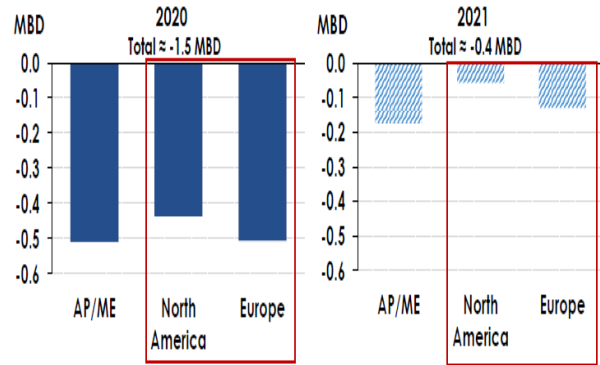
동사의 올해 영업이익은 큰 폭의 개선이 예상된다. 작년까지 부진한 스프레드가 유지되었던 PX는 올해 증설 제한 및 TPA 공급 확대 등으로 작년 대비 수익성이 개선될 것으로 전망되고, 올해 상반기 석유제품 재고가 감소하는 가운데, 역대 정제설비 증설 제한으로 하반기로 갈수록 정유부문 실적 반등이 예상되기 때문이다. 그리고 PO/PP 등 올레핀쪽으로 선제적으로 사업 포트폴리오를 전환한 점도 경쟁사 대비 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다. 또한 유탄기유부문도 올해 공급 증가가 제한된 가운데 수요 개선으로 견고한 수익성이 유지될 것으로 보인다.

싱가폴 정제마진 추이



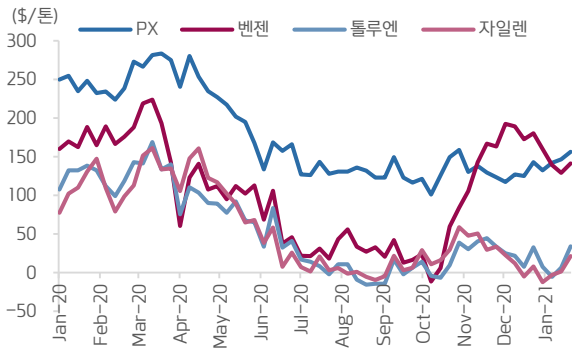
자료: 로이터, 키움증권 리서치

2020/2021년 세계 정제설비 폐쇄/전환 물량 전망



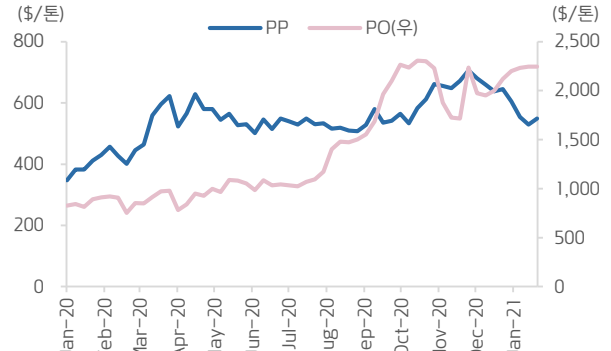
자료: 로이터, FGE, 키움증권 리서치

역내 PX/벤젠/톨루엔/자일렌 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

역내 PO/PP 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2018	2019	2020P	2021E
매출액	5,426	6,257	6,234	6,476	5,198	3,452	3,899	4,280	25,463	24,394	16,830	20,653
정유	4,074	5,002	4,869	5,064	3,956	2,592	2,991	3,096	20,127	19,009	12,635	15,661
석유화학	987	911	962	1,009	808	589	643	822	3,701	3,870	2,862	3,451
유탄기유	365	344	403	404	434	271	266	362	1,635	1,516	1,333	1,541
영업이익	270	-91	231	9	-1,007	-164	-9	93	639	420	-1,088	788
%OP	5.0%	-1.4%	3.7%	0.1%	-19.4%	-4.8%	-0.2%	2.2%	2.5%	1.7%	-6.5%	3.8%
정유	91	-136	100	-80	-1,190	-359	-58	-90	64	-25	-1,696	186
석유화학	151	4	79	20	67	91	-48	73	358	255	182	191
유탄기유	28	41	52	98	116	103	97	110	259	220	426	411

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	25,463.3	24,394.2	16,829.7	20,652.9	21,161.2
매출원가	24,200.2	23,346.8	17,466.4	19,326.4	19,577.3
매출총이익	1,263.0	1,047.4	-636.7	1,326.5	1,583.9
판매비	623.6	627.3	451.0	538.3	547.0
영업이익	639.5	420.1	-1,087.7	788.3	1,036.9
EBITDA	994.8	1,032.5	-459.0	1,396.8	1,614.9
영업외손익	-307.7	-309.7	-68.8	-42.8	-9.2
이자수익	24.3	14.0	36.9	48.4	75.5
이자비용	72.3	182.8	193.7	200.6	214.2
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	-11.5	-11.5	-11.5
기타	-133.3	-32.5	162.0	162.1	162.0
법인세차감전이익	331.8	110.4	-1,156.5	745.5	1,027.7
법인세비용	73.8	44.9	-358.5	164.0	226.1
계속사업순손익	258.0	65.4	-798.0	581.5	801.6
당기순이익	258.0	65.4	-798.0	581.5	801.6
지배주주순이익	258.0	65.4	-798.0	581.5	801.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	21.9	-4.2	-31.0	22.7	2.5
영업이익 증감율	-53.4	-34.3	-358.9	-172.5	31.5
EBITDA 증감율	-40.3	3.8	-144.5	-404.3	15.6
지배주주순이익 증감율	-79.3	-74.7	-1,320.2	-172.9	37.9
EPS 증감율	-79.3	-74.6	적전	흑전	37.9
매출총이익률(%)	5.0	4.3	-3.8	6.4	7.5
영업이익률(%)	2.5	1.7	-6.5	3.8	4.9
EBITDA Margin(%)	3.9	4.2	-2.7	6.8	7.6
지배주주순이익률(%)	1.0	0.3	-4.7	2.8	3.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,854.5	5,628.9	5,086.7	6,302.8	7,503.5
현금 및 현금성자산	664.5	291.0	1,211.0	1,666.6	2,752.8
단기금융자산	57.4	277.3	291.2	305.7	321.0
매출채권 및 기타채권	1,819.8	1,564.0	1,079.0	1,324.2	1,356.8
재고자산	3,139.1	3,196.0	2,205.0	2,705.9	2,772.5
기타유동자산	231.1	577.9	591.7	606.1	621.4
비유동자산	10,100.5	10,704.5	10,165.9	9,811.8	9,735.9
투자자산	120.4	128.6	130.8	132.9	135.1
유형자산	9,740.7	10,139.1	9,915.2	9,565.3	9,492.4
무형자산	104.4	101.3	93.8	87.5	82.3
기타비유동자산	135.0	335.5	26.1	26.1	26.1
자산총계	15,955.0	16,333.4	15,252.5	16,114.6	17,239.4
유동부채	5,789.0	5,748.7	5,077.4	5,201.9	5,121.4
매입채무 및 기타채무	2,700.3	2,733.0	2,061.8	2,186.3	2,105.7
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	122.4
비유동부채	3,696.8	4,088.1	4,485.3	4,737.6	5,237.6
장기금융부채	3,661.7	4,051.9	4,449.1	4,701.4	5,201.4
기타비유동부채	35.1	36.2	36.2	36.2	36.2
부채총계	9,485.8	9,836.8	9,562.7	9,939.6	10,359.0
자본지분	6,469.2	6,496.6	5,689.8	6,175.0	6,880.4
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	4,050.2	4,544.3	5,258.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,469.2	6,496.6	5,689.8	6,175.0	6,880.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-288.2	679.4	527.4	431.1	1,080.0
당기순이익	258.0	65.4	-798.0	581.5	801.6
비현금항목의 가감	798.6	639.7	270.9	768.7	786.8
유형자산감가상각비	347.1	604.3	621.1	602.3	572.8
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	-355.2	162.7	211.4
영업활동자산부채증감	-881.9	105.1	816.5	-639.0	-179.8
매출채권및기타채권의감소	-111.6	312.7	485.0	-245.1	-32.6
재고자산의감소	-590.5	20.7	991.1	-500.9	-66.6
매입채무및기타채무의증가	-289.6	239.2	-671.3	124.6	-80.6
기타	109.8	-467.5	11.7	-17.6	0.0
기타현금흐름	-462.9	-130.8	238.0	-280.1	-328.6
투자활동 현금흐름	-415.2	-1,069.5	-433.6	-289.4	-537.9
유형자산의 취득	-2,041.4	-827.3	-397.2	-252.3	-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	326.5	205.0	365.3
차입금의 증가(감소)	1,506.3	93.0	397.2	252.3	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	920.0	455.6	1,086.2
기초현금 및 현금성자산	480.1	664.5	291.0	1,211.0	1,666.6
기말현금 및 현금성자산	664.5	291.0	1,211.0	1,666.6	2,752.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,213	561	-6,843	4,987	6,874
BPS	55,480	55,715	48,796	52,957	59,006
CFPS	9,061	6,047	-4,520	11,579	13,622
DPS	750	200	0	750	750
주가배수(배)					
PER	44.2	169.8	-10.1	14.1	10.2
PER(최고)	62.8	197.8	-14.2		
PER(최저)	43.9	142.4	-7.1		
PBR	1.8	1.7	1.4	1.3	1.2
PBR(최고)	2.5	2.0	2.0		
PBR(최저)	1.8	1.4	1.0		
PSR	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
PCFR	10.8	15.8	-15.3	6.1	5.2
EV/EBITDA	17.1	16.5	-29.5	9.6	7.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	32.7	34.4	0.0	14.5	10.5
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.8	0.2	0.0	1.1	1.1
ROA	1.7	0.4	-5.1	3.7	4.8
ROE	3.9	1.0	-13.1	9.8	12.3
ROIC	4.6	2.3	-6.2	5.3	6.9
매출채권회전율	14.3	14.4	12.7	17.2	15.8
재고자산회전율	8.6	7.7	6.2	8.4	7.7
부채비율	146.6	151.4	168.1	161.0	150.6
순차입금비율	87.8	94.3	98.2	87.0	69.3
이자보상배율	8.8	2.3	-5.6	3.9	4.8
총차입금	6,403.1	6,692.7	7,089.9	7,342.2	7,842.2
순차입금	5,681.1	6,124.4	5,587.7	5,369.9	4,768.4
NOPLAT	994.8	1,032.5	-459.0	1,396.8	1,614.9
FCF	-2,066.8	189.6	297.5	332.1	707.0

Compliance Notice

- 당사는 1월 28일 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

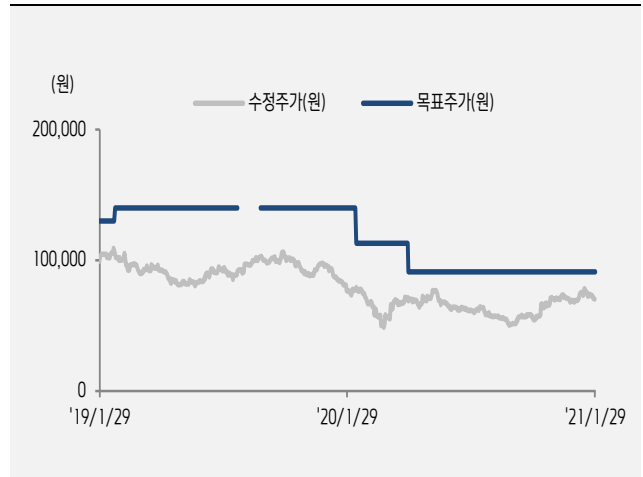
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
S-Oil (010950)	2019-01-29	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-19.74	-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	-24.94	-13.96
	2021-01-29	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 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%