

S-Oil(010950)

저가매수 시점

1분기 영업이익은 전분기대비 31% 감소, 컨센서스 하회
예상을 상회한 정기 보수 기회손실이 컨센서스 하회 이유
2분기 실적 모멘텀과 아시아 정제마진 급등에 앞서 선매수 시점

Facts : 실적 하회

1분기 영업이익은 전분기대비 31% 감소한 2,555억원으로 추정치와 컨센서스를 각각 25%, 35% 하회했다. 실적 하회의 주요 원인은 650억원의 정기 보수관련 기회비용 때문이다. 정기 보수로 인해 1분기 판매량도 전분기대비 10% 감소했다. 예상을 상회한 기회비용과 매출 감소 영향을 제거한 실적은 추정치에 부합했다.

Pros & cons : 정기 보수 기회손실의 증가

한달여 동안의 소규모 CDU 정기보수로 전체 CDU 가동률은 전분기대비 5%p 하락한 95%를 기록했다. 일반적으로, 정기 보수 전에 재고량을 비축하기 때문에 정기 보수로 인한 생산 감소량은 일부 상쇄된다. 따라서 가동률이 5%p 하락하는 수준의 CDU 정기보수는 실적에 큰 영향을 미치지 않는다. 그러나 실질적으로 정기 보수로 인해 고도화 설비 가동률은 전분기대비 10%p 하락한 점이 컨센서스 추정치에 반영되지 않았고, 또 이로 인한 전분기대비 판매량 감소 10%와 예상을 상회하는 기회비용이 발생했다고 판단한다. 고도화 설비 가동률 하락과 함께 PX와 윤활유 설비 가동률 또한 정기보수로 전분기대비 각각 15%p와 13%p 하락하며 실적 감소요인으로 작용했다.

Action : 매수 기회

최근 S-Oil의 주가 부진 이유는 크게 두 가지로, 지정학적 리스크로 인한 유가 상승이 아시아 spot 정제마진 감소로 이어진 것과 정기 보수로 인한 1분기 실적 악화다. 부진한 1분기 실적을 반영하여 2018년 예상 영업이익을 기존대비 7% 하향 조정했으나, 현재 낮은 주가를 고려 했을 때 지금이 저가매수 시점이라고 판단한다. 첫째, 유가 상승에 따른 실적 개선이 예상된다. 현재까지의 4월 평균 한달 후 행 아시아 정제마진은 전분기대비 57% 개선되었으며, 2분기에는 정기 보수에 따른 실적악화 요인도 사라진다. 둘째, 중간배당도 주가를 지지할 요인이다. 더 중요한 것은 2분기내 아시아 spot 정제마진이 타이트한 수급에 힘입어 역사적 고점인 배럴당 8달러를 돌파할 가능성이 높다는 점이다. 수요는 이미 생산능력을 초과해 재고 감소로 이어지고 있는데, 2분기는 정기 보수로 아시아 정유사들의 가동률이 5~10%p 하락하는 반면, 정유제품의 수요는 성수기에 진입하기 때문이다.

하회	부합	상회
----	----	----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 160,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/25)	2,449
주가(4/25)	110,000
시가총액(십억원)	12,384
발행주식수(백만)	113
52주 최고/최저가(원)	132,000/92,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	31,474
유동주식비율/외국인지분율(%)	36.5/77.2
주요주주(%)	Aramco Overseas 63.5
	Company BV 외 12 인
	국민연금 6.1

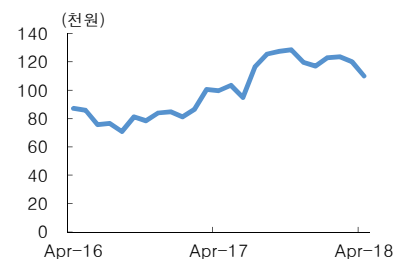
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	10.9	10.4	6.6
PBR(x)	2.0	1.7	1.4
ROE(%)	18.8	17.1	23.4
DY(%)	5.0	7.2	10.7
EV/EBITDA(x)	9.7	6.4	4.0
EPS(원)	10,706	10,610	16,622
BPS(원)	58,698	65,577	76,440

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.0)	(14.7)	10.1
KOSPI 대비(%p)	(7.3)	(13.0)	(1.4)

주가추이



자료: WISEfn

이도연

dy.daniel.lee@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	(6.9)	4.1	5,715
영업이익	334	117	553	369	256	(30.8)	(23.4)	394
영업이익률(%)	6.4	2.5	10.6	7.9	4.7	(3.2)	(1.7)	6.9
세전이익	520	71	527	527	259	(50.8)	(50.2)	421
순이익	394	67	399	387	189	(51.1)	(51.9)	324

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이(%)p	변경전	변경후	차이(%)p
매출액	22,960	22,200	(3.3)	23,213	22,467	(3.2)
영업이익	2,066	1,925	(6.8)	2,768	2,768	(0.0)
영업이익률(%)	16.6	17.6	1.0	21.3	21.4	0.1
세전이익	2,119	1,962	(7.4)	2,926	2,874	(1.8)
순이익	1,617	1,489	(7.9)	2,233	2,194	(1.8)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	5,577	5,640	5,572	20,891	22,200	22,467
영업이익	333	117	553	369	256	428	636	606	1,373	1,925	2,768
영업이익률(%)	6.4	2.5	10.6	6.4	4.7	7.7	11.3	10.9	6.6	8.7	12.3
순이익	394	67	399	387	189	327	479	494	1,246	1,489	2,194
증가율(%) YoY)											
매출액	51.7	11.1	26.0	27.6	4.1	19.6	8.2	(4.2)	28.0	6.3	1.2
영업이익	(32.2)	(81.7)	376.1	0.3	(23.4)	265.4	14.9	64.1	(15.1)	40.2	43.8
순이익	(9.1)	(84.9)	132.1	147.0	(52.0)	388.8	20.1	27.8	3.4	19.5	47.3
증가율(%) QoQ)											
매출액	14.1	(10.3)	11.7	11.6	(6.9)	3.1	1.1	(1.2)			
영업이익	(9.4)	(64.8)	371.8	(33.2)	(30.8)	67.7	48.3	(4.7)			
순이익	151.4	(83.0)	495.8	(3.0)	(51.2)	73.1	46.4	3.3			
컨센서스 추정 영업이익					394	418	493	550		1,853	2,302
차이(%)					(35.1)	2.6	28.9	10.1		3.9	20.2
KIS 추정 영업이익 변화(%)					(25.4)	(11.2)	(0.0)	(0.0)		(6.8)	(0.0)

자료: FnGuide, 한국투자증권

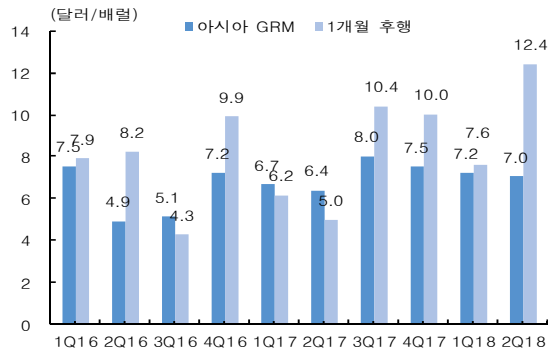
〈표 4〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	5,577	5,640	5,572	20,891	22,200	22,467
정유	4,044	3,699	4,107	4,562	4,341	4,380	4,444	4,412	16,412	17,577	17,647
유탄기유	385	406	405	419	380	410	417	413	1,615	1,619	1,653
석유화학	771	561	700	833	690	788	779	747	2,864	3,004	3,166
영업이익	333	117	553	369	256	428	636	606	1,373	1,925	2,768
정유	110	(85)	336	266	90	212	369	371	627	1,043	1,605
유탄기유	84	129	126	80	84	103	138	117	420	442	586
석유화학	140	73	91	23	81	113	128	118	326	441	577
영업이익률(%)	6.4	2.5	10.6	6.4	4.7	7.7	11.3	10.9	6.6	8.7	12.3
정유	2.7	(2.3)	8.2	5.8	2.1	4.9	8.3	8.4	3.8	5.9	9.1
유탄기유	21.9	31.9	31.2	19.2	22.2	25.2	33.2	28.2	26.0	27.3	35.5
석유화학	18.1	13.0	12.9	2.7	11.7	14.3	16.5	15.9	11.4	14.7	18.2

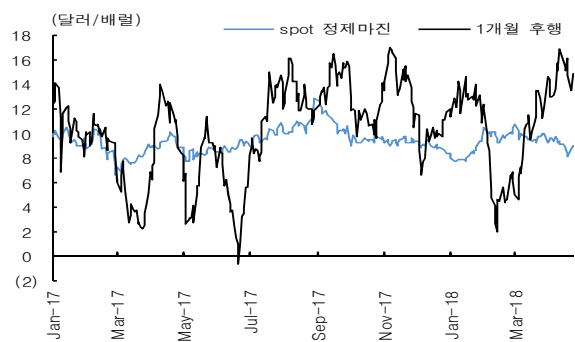
자료: 한국투자증권

[그림 1] 분기별 정제마진: spot vs. 1개월 후행



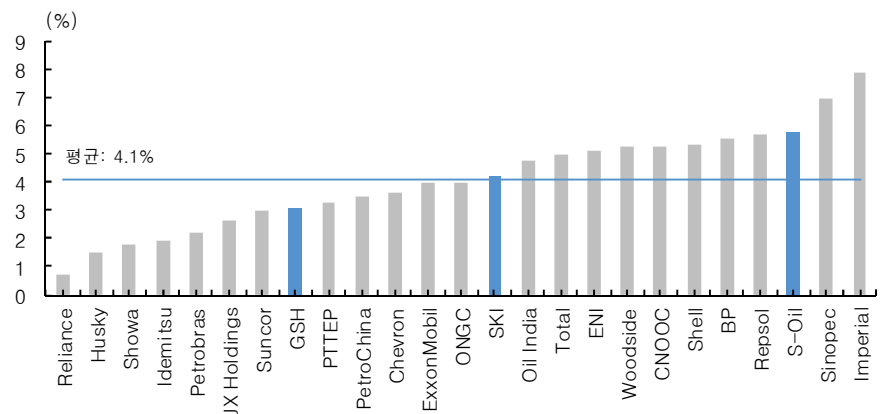
자료: 페트로넷, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] Spot 정제마진 vs. 1개월 후행



자료: 페트로넷, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] Global peers: 배당수익률 비교(2018F)



주: 4월 24일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 5〉 동종업체 밸류에이션

국내	시가총액 (백만달러)	PE (x)			EPS growth (%)			PB (x)			ROE (%)			배당수익률(%)		
		2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F
SK이노베이션	16,244	8.2	7.6	6.5	105.1	48.5	17.6	0.8	1.0	0.9	10.1	13.8	14.7	4.4	4.7	5.5
S-Oil	11,428	8.2	10.9	9.6	90.9	15.2	13.9	1.5	2.2	2.0	20.5	20.8	21.6	7.3	6.0	6.8
GS	5,151	6.4	5.9	5.6	63.7	34.8	5.6	0.7	0.8	0.7	12.1	14.6	13.7	3.0	2.4	2.4
평균		7.6	8.1	7.2	86.6	32.8	12.4	1.0	1.3	1.2	14.2	16.4	16.7	4.9	4.3	4.9
해외																
Exxon Mobil	331,874	37.5	21.3	16.5	(51.2)	95.6	29.1	2.2	1.8	1.8	4.6	8.9	10.2	3.9	3.9	4.1
Petrochina	212,322	129.3	36.9	15.6	(78.9)	215.0	137.3	0.8	0.7	0.7	0.7	2.0	4.5	2.2	2.2	3.5
BP	148,875	1,031.3	24.3	16.2	NM	4,932.8	50.2	1.3	1.5	1.5	0.1	6.1	8.8	5.6	5.4	5.4
Sinopec	127,050	12.9	13.8	11.0	42.4	14.6	25.7	0.8	1.0	1.0	6.7	7.4	9.1	4.2	4.5	6.9
Petrobras	88,268	NA	31.9	10.9	NM	NM	192.8	0.8	1.1	1.1	(5.9)	3.9	7.8	NA	0.5	2.2
CNOOC	73,505	868.1	15.1	10.1	(97.8)	6,780.0	49.6	1.0	1.2	1.2	0.2	8.0	11.5	3.3	3.9	5.2
Reliance	92,464	10.4	20.4	16.8	26.0	(5.6)	21.1	1.3	2.2	2.0	13.2	11.2	12.3	NA	0.6	0.7
ONGC	35,268	21.3	11.2	9.7	(53.2)	143.6	15.8	0.9	1.1	1.0	6.8	10.5	10.8	3.3	3.7	4.0
Repsol	30,402	13.8	10.9	10.7	NM	25.9	2.3	0.6	0.8	0.8	5.8	6.9	7.0	0.0	0.0	5.6
PTTEP	17,220	37.9	17.8	15.3	NM	177.9	16.3	1.0	1.4	1.4	2.9	5.6	9.4	3.1	2.3	3.3
Thai Oil	5,964	6.9	9.1	9.5	74.2	(2.9)	(4.4)	1.4	1.6	1.4	21.3	19.4	15.8	5.7	5.4	4.8
Tonon	22,624	NA	12.2	7.1	NM	NM	73.1	0.7	1.1	1.0	(15.5)	10.3	15.8	2.6	2.3	2.7
IRPC	4,643	10.0	14.6	11.0	4.3	1.9	32.7	1.2	1.7	1.5	12.4	12.4	14.7	4.1	3.3	4.4
평균		198.1	18.4	12.3	(16.8)	1,125.4	49.3	1.1	1.3	1.3	4.1	8.7	10.6	3.5	2.9	4.1

주: 4월 24일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

- S-Oil은 1976년 설립해 석유류 제품, 윤활기유 제품, 석유화학 제품 제조 및 판매를 하는 정유업체. 주력 제품은 정유 계열 제품.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,974	6,775	6,820	8,137	9,388
현금성자산	767	480	827	2,181	1,071
매출채권및기타채권	1,326	1,751	1,475	1,481	1,910
재고자산	2,423	2,791	2,536	2,491	3,841
비유동자산	5,985	8,313	9,316	8,988	8,760
투자자산	123	125	121	121	155
유형자산	5,711	7,969	8,981	8,661	8,341
무형자산	54	105	96	89	113
자산총계	13,959	15,087	16,136	17,125	18,148
유동부채	4,833	4,544	4,252	4,373	4,430
매입채무및기타채무	2,169	2,776	2,514	2,470	3,162
단기차입금및단기사채	1,789	1,355	1,255	1,155	1,055
유동성장기부채	357	14	107	372	637
비유동부채	2,735	3,700	4,194	3,794	3,511
사채	1,971	2,670	2,470	2,270	2,070
장기차입금및금융부채	592	804	1,304	1,104	904
부채총계	7,567	8,245	8,446	8,167	7,942
지배주주지분	6,392	6,843	7,645	8,911	8,911
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	4,745	5,198	6,000	7,267	7,267
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	7,645	8,911	8,911

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,722	1,143	1,876	2,626	(184)
당기순이익	1,205	1,246	1,236	1,936	981
유형자산감가상각비	278	285	467	699	688
무형자산상각비	8	9	11	10	13
자산부채변동	(188)	(236)	175	(7)	(1,852)
기타	419	(161)	(13)	(12)	(14)
투자활동현금흐름	(1,967)	(832)	(1,434)	(369)	(957)
유형자산투자	(1,064)	(2,414)	(1,482)	(382)	(371)
유형자산매각	7	3	3	3	3
투자자산순증	(913)	1,570	16	12	(20)
무형자산순증	(7)	(1)	(2)	(2)	(37)
기타	10	10	31	0	(532)
재무활동현금흐름	811	(598)	(141)	(905)	(1,216)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	1,021	205	293	(235)	(235)
배당금지급	(210)	(803)	(687)	(927)	(1,364)
기타	0	0	253	257	383
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	566	(287)	302	1,352	(2,358)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

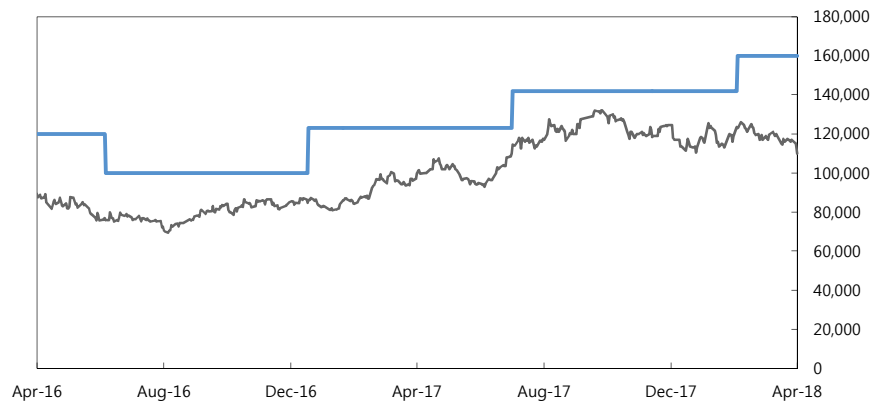
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	16,322	20,891	22,200	22,467	28,757
매출원가	14,021	18,783	19,332	18,734	25,855
매출총이익	2,301	2,108	2,868	3,732	2,902
판매관리비	684	735	943	964	1,234
영업이익	1,617	1,373	1,925	2,768	1,668
금융수익	185	330	99	146	84
이자수익	55	52	56	146	84
금융비용	245	127	66	52	48
이자비용	56	58	50	52	48
기타영업외손익	11	63	(342)	(338)	(432)
관계기업관련손익	7	5	12	12	14
세전계속사업이익	1,575	1,645	1,628	2,536	1,285
법인세비용	370	398	392	600	304
연결당기순이익	1,205	1,246	1,236	1,936	981
지배주주지분순이익	1,205	1,246	1,236	1,936	981
기타포괄이익	6	8	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	1,236	1,936	981
지배주주지분포괄이익	1,211	1,254	1,236	1,936	981
EBITDA	1,904	1,667	2,403	3,477	2,368

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,353	10,706	10,610	16,622	8,430
BPS	54,830	58,698	65,577	76,440	76,440
DPS	6,200	5,900	7,964	11,717	11,717
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(8.8)	28.0	6.3	1.2	28.0
영업이익증가율	97.8	(15.1)	40.2	43.8	(39.8)
순이익증가율	90.9	3.4	(0.9)	56.7	(49.3)
EPS증가율	90.9	3.4	(0.9)	56.7	(49.3)
EBITDA증가율	74.5	(12.4)	44.1	44.7	(31.9)
수익성(%)					
영업이익률	9.9	6.6	8.7	12.3	5.8
순이익률	7.4	6.0	5.6	8.6	3.4
EBITDA Margin	11.7	8.0	10.8	15.5	8.2
ROA	9.7	8.6	7.9	11.6	5.6
ROE	20.5	18.8	17.1	23.4	11.0
배당수익률	7.3	5.0	7.2	10.7	10.7
배당성향	59.9	55.1	75.0	70.5	139.1
안정성					
순차입금(십억원)	547	2,629	2,599	1,010	1,379
차입금/자본총계비율(%)	74.5	70.9	67.2	55.0	52.4
Valuation(X)					
PER	8.2	10.9	10.4	6.6	13.0
PBR	1.5	2.0	1.7	1.4	1.4
EV/EBITDA	5.4	9.7	6.4	4.0	6.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
S-Oil(010950)	2016.04.21	매수	120,000원	-30.5	-25.5
	2016.06.30	매수	100,000원	-20.1	-13.0
	2017.01.11	매수	123,000원	-22.9	-10.6
	2017.07.26	매수	142,000원	-15.0	-7.0
	2018.02.27	매수	160,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 25일 현재 S-Oil 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 S-Oil 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.