

S-Oil (010950)

시차효과에 따라 부진했던 실적. Up-Cycle은 변함없다

1Q18 영업이익 컨센서스 34% 하회

1Q18 영업이익은 2,555억원(QoQ -31%, YoY -23%)으로 컨센(3,892억원)을 34% 하회했다. 정유부문 영업이익은 904억원(QoQ -66%)으로 전사 실적 부진의 원인으로 작용하였다. 다만, 석유화학/유탄기유는 예상치에 부합했다. 정유부문 실적부진은 1) 정기보수에 따른 물량감소 등으로 발생한 기회손실(약 500억원)이 예상보다 컸고 2) 2,3월에 높은 원유가격이 투입되면서 부정적인 레깅효과가 발생(QoQ -1,000억원 효과 추정)했으며 3) 부정적인 환율효과(약 124억원) 또한 영향을 미친 것으로 판단한다.

2Q18 영업이익 QoQ +68% 증가 예상

2Q18 영업이익은 4,297억원(QoQ +68%, YoY +266%)으로 개선될 전망이다. 정유부문이 실적 개선의 핵심이다. 정유부문 영업이익은 2,628억원(QoQ +191%)으로 뚜렷한 개선이 예상된다. 1) 정기보수에 따른 기회손실 제거(QoQ +500억원) 2) 유가 상승에 따른 재고관련이익 3) 레깅마진 호조, 본격적인 휘발유 마진 개선을 감안한 수치다. 미국의 높은 가동률에도 불구하고 재고수준이 빠르게 하락하고 있다는 점은 정유제품 수급이 오히려 개선되고 있음을 시사한다. 2~3분기 정제마진 호조에 대한 의견을 유지한다.

1Q18이 실적의 바닥. 증설효과로 2019년까지 실적 레벨업

BUY를 유지하나, TP 18만원에서 16만원으로 하향한다. 1Q18 부진과 신규 RUC/ODC의 완벽한 이익기여가 3Q18에 발생함을 반영해 2018년 영업이익 추정치를 17% 하향했기 때문이다. 다만, 2019년까지 이어지는 정유업의 Up-Cycle, 증설에 따른 실적 레벨업에 대한 의견은 변함없다. 1Q18은 큰 그림에서 실적의 바닥이다. 2Q18은 QoQ/YoY 모두 뚜렷한 개선이 예상되며, 하반기 및 2019년에는 증설효과가 온기 반영되기 때문이다. 정제마진은 5~6월부터 뚜렷한 개선을 전망한다. 4월은 역내 설비의 정기보수 종료 이후 재가동과 비수기 효과가 겹치며 단기 수급 불균형 상태이나, 5~6월부터는 드라이빙 시즌 진입과 산업수요 회복이 나타날 것이기 때문이다. 현 주가 기준 배당수익률이 5.8%에 달한다는 점도 주가 하방을 지지하는 요인이다.

Update

BUY

| TP(12M): 160,000원(하향) | CP(4월 25일): 110,000원

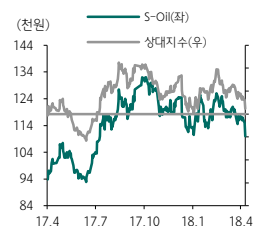
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,448.81
52주 최고/최저(원)	132,000/92,900
시가총액(십억원)	12,384.1
시가총액비중(%)	1.03
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	243.7
60일 평균 거래대금(십억원)	29.1
18년 배당금(예상, 원)	6,700
18년 배당수익률(예상, %)	6.09
외국인지분율(%)	77.21
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 12인	63.46
국민연금	6.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(6.0) (14.7) 10.1
상대	(7.2) (13.2) (1.2)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	23,667.2	25,541.1
영업이익(십억원)	1,845.6	2,291.4
순이익(십억원)	1,435.4	1,770.7
EPS(원)	12,314	15,208
BPS(원)	64,287	71,925

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	16,321.8	20,891.4	23,981.0	27,549.2	28,574.3
영업이익	십억원	1,616.9	1,373.3	1,846.0	2,523.4	2,535.4
세전이익	십억원	1,575.1	1,644.9	1,917.1	2,593.9	2,610.6
순이익	십억원	1,205.4	1,246.5	1,457.0	1,971.3	1,984.1
EPS	원	10,337	10,690	12,495	16,906	17,015
증감률	%	90.9	3.4	16.9	35.3	0.6
PER	배	8.19	10.94	8.80	6.51	6.46
PBR	배	1.54	1.99	1.68	1.48	1.33
EV/EBITDA	배	5.41	9.72	7.00	5.30	5.17
ROE	%	20.46	18.84	20.16	24.19	21.63
BPS	원	54,830	58,698	65,302	74,519	82,847
DPS	원	6,200	5,900	6,700	8,700	8,700



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

RA 김정현
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. S-Oil 1Q18 실적 Review

(십억원, %, %p)

	1Q18P	4Q17	1Q17	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	5,411.0	5,814.4	5,200.2	4.1	-6.9	5,498.9	-1.6	5,712.2	-5.3
영업이익	255.5	369.3	333.5	-23.4	-30.8	364.2	-29.8	389.2	-34.4
세전이익	259.0	526.9	519.9	-50.2	-50.8	410.2	-36.9	411.4	-37.0
순이익	189.3	386.9	393.9	-51.9	-51.1	311.7	-39.3	307.4	-38.4
영업이익률	4.7	6.4	6.4	-1.7	-1.6	6.6	-1.9	6.8	-2.1
세전이익률	4.8	9.1	10.0	-5.2	-4.3	7.5	-2.7	7.2	-2.4
순이익률	3.5	6.7	7.6	-4.1	-3.2	5.7	-2.2	5.4	-1.9

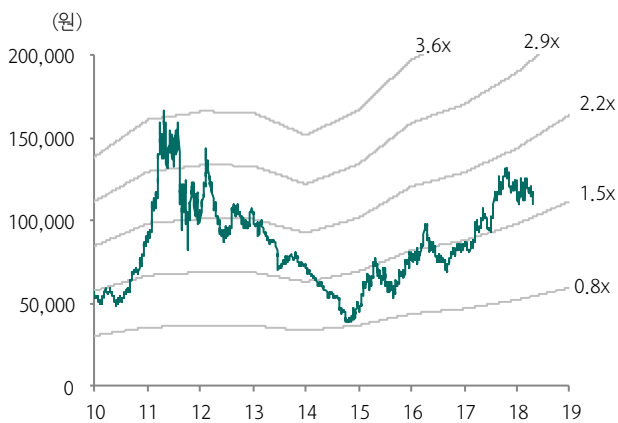
자료: 하나금융투자

표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	23,981.0	23,115.0	3.7	27,549.2	26,623.8	3.5
영업이익	1,846.0	2,236.0	-17.4	2,523.4	2,721.1	-7.3
세전이익	1,917.1	2,415.8	-20.6	2,593.9	3,122.0	-16.9
순이익	1,457.0	1,836.0	-20.6	1,971.3	2,372.7	-16.9
영업이익률	7.7	9.7	-2.0	9.2	10.2	-1.0
세전이익률	8.0	10.5	-2.5	9.4	11.7	-2.3
순이익률	6.1	7.9	-1.8	7.2	8.9	-1.7

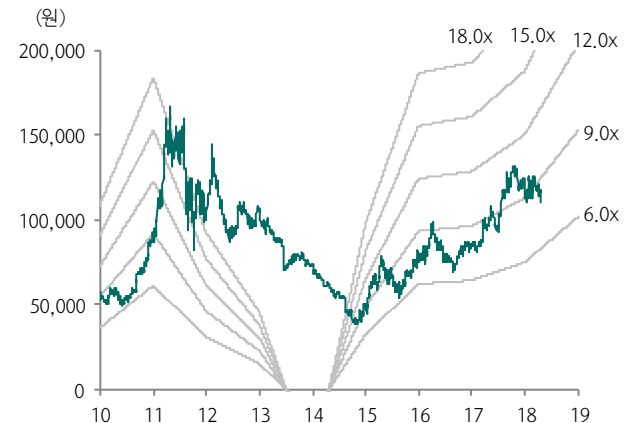
자료: 하나금융투자

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)

	FY2017				FY2018				FY2016	FY2017P	FY2018F	FY2019F
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F				
매출액	5,200.1	4,665.0	5,211.8	5,814.4	5,411.0	5,700.0	6,416.0	6,454.0	16,321.8	20,891.3	23,981.0	27,549.2
QoQ(%)	14.1%	-10.3%	11.7%	11.6%	-6.9%	5.3%	12.6%	0.6%				
YoY(%)	51.7%	11.1%	26.0%	27.6%	4.1%	22.2%	23.1%	11.0%	-8.8%	28.0%	14.8%	14.9%
정유부문	4,044.0	3,698.6	4,107.4	4,562.4	4,341.3	4,570.8	5,106.5	4,978.0	12,464.2	16,412.4	18,996.6	21,239.7
석유화학부문	771.4	560.6	699.5	832.6	690.2	678.1	812.4	965.2	2,544.0	2,864.1	3,145.9	4,084.9
유탄기유부문	384.7	405.8	405.0	419.4	379.5	451.1	497.1	510.8	1,313.6	1,614.9	1,838.5	2,224.6
영업이익	333.5	117.3	553.2	369.3	255.5	429.7	543.3	617.5	1,616.9	1,373.3	1,846.0	2,523.4
영업이익률(%)	6.4%	2.5%	10.6%	6.4%	4.7%	7.5%	8.5%	9.6%	9.9%	6.6%	7.7%	9.2%
QoQ(%)	-9.4%	-64.8%	371.8%	-33.2%	-30.8%	68.2%	26.5%	13.7%				
YoY(%)	-32.2%	-81.7%	376.1%	0.3%	-23.4%	266.4%	-1.8%	67.2%	97.8%	-15.1%	34.4%	36.7%
정유부문	109.7	-84.9	336.4	266.1	90.4	262.8	335.1	380.9	699.0	627.3	1,069.1	1,590.8
영업이익률(%)	2.7%	-2.3%	8.2%	5.8%	2.1%	5.7%	6.6%	7.7%	5.6%	3.8%	5.6%	7.5%
QoQ(%)	-51.8%	적전	흑전	-20.9%	-66.0%	190.7%	27.5%	13.7%				
YoY(%)	-50.1%	적전	흑전	16.8%	-17.6%	흑전	-0.4%	43.2%	158.1%	-10.3%	70.4%	48.8%
석유화학부문	139.6	72.8	90.5	22.9	81.0	88.5	125.4	156.5	505.9	325.8	451.3	637.3
영업이익률(%)	18.1%	13.0%	12.9%	2.7%	11.7%	13.0%	15.4%	16.2%	19.9%	11.4%	14.3%	15.6%
QoQ(%)	75.5%	-47.9%	24.3%	-74.7%	254.1%	9.2%	41.7%	24.8%				
YoY(%)	-3.1%	-48.0%	-36.4%	-71.2%	-42.0%	21.5%	38.5%	584.2%	76.3%	-35.6%	38.5%	41.2%
유탄기유부문	84.2	129.4	126.3	80.3	84.1	78.4	82.9	80.2	412.0	420.2	325.5	295.3
영업이익률(%)	21.9%	31.9%	31.2%	19.2%	22.2%	17.4%	16.7%	15.7%	31.4%	26.0%	17.7%	13.3%
QoQ(%)	42.4%	53.7%	-2.4%	-36.4%	4.7%	-6.8%	5.7%	-3.3%				
YoY(%)	-34.0%	1.1%	29.7%	35.9%	-0.1%	-39.4%	-34.4%	-0.2%	30.3%	2.0%	-22.5%	-9.3%
당기순이익	393.9	66.9	398.7	386.9	189.3	343.7	430.0	494.0	1,205.4	1,246.5	1,457.0	1,971.3
순이익률(%)	7.6%	1.4%	7.7%	6.7%	3.5%	6.0%	6.7%	7.7%	7.4%	6.0%	6.1%	7.2%
QoQ(%)	151.4%	-83.0%	495.8%	-3.0%	-51.1%	81.6%	25.1%	14.9%				
YoY(%)	-9.1%	-84.9%	132.1%	147.0%	-52.0%	413.5%	7.9%	27.7%	90.9%	3.4%	16.9%	35.3%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

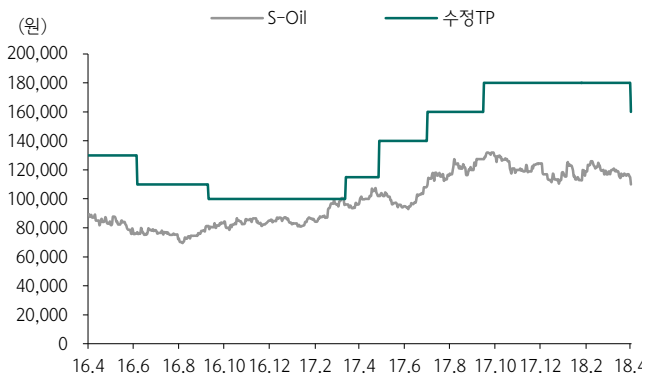
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	16,321.8	20,891.4	23,981.0	27,549.2	28,574.3
매출원가	14,020.9	18,783.1	21,210.1	23,972.6	24,877.5
매출총이익	2,300.9	2,108.3	2,770.9	3,576.6	3,696.8
판관비	684.1	735.0	924.9	1,053.2	1,161.3
영업이익	1,616.9	1,373.3	1,846.0	2,523.4	2,535.4
금융손익	(59.8)	203.4	67.1	66.5	71.2
중속/관계기업손익	6.6	5.1	5.1	5.1	5.1
기타영업외손익	11.4	63.1	(1.1)	(1.1)	(1.1)
세전이익	1,575.1	1,644.9	1,917.1	2,593.9	2,610.6
법인세	369.7	398.4	460.1	622.5	626.6
계속사업이익	1,205.4	1,246.5	1,457.0	1,971.3	1,984.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,205.4	1,246.5	1,457.0	1,971.3	1,984.1
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	1,205.4	1,246.5	1,457.0	1,971.3	1,984.1
지배주주지분포괄이익	1,211.3	1,254.4	1,457.0	1,971.3	1,984.1
NOPAT	1,237.3	1,040.7	1,403.0	1,917.8	1,926.9
EBITDA	1,903.6	1,667.4	2,253.4	2,929.7	2,940.8
성장성(%)					
매출액증가율	(8.8)	28.0	14.8	14.9	3.7
NOPAT증가율	94.8	(15.9)	34.8	36.7	0.5
EBITDA증가율	74.5	(12.4)	35.1	30.0	0.4
영업이익증가율	97.8	(15.1)	34.4	36.7	0.5
(지배주주)순이익증가율	90.9	3.4	16.9	35.3	0.6
EPS증가율	90.9	3.4	16.9	35.3	0.6
수익성(%)					
매출총이익률	14.1	10.1	11.6	13.0	12.9
EBITDA이익률	11.7	8.0	9.4	10.6	10.3
영업이익률	9.9	6.6	7.7	9.2	8.9
계속사업이익률	7.4	6.0	6.1	7.2	6.9
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,337	10,690	12,495	16,906	17,015
BPS	54,830	58,698	65,302	74,519	82,847
CFPS	16,293	16,002	19,531	25,330	25,425
EBITDAPS	16,326	14,300	19,325	25,125	25,220
SPS	139,976	179,164	205,661	236,261	245,052
DPS	6,200	5,900	6,700	8,700	8,700
주가지표(배)					
PER	8.2	10.9	8.8	6.5	6.5
PBR	1.5	2.0	1.7	1.5	1.3
PCR	5.2	7.3	5.6	4.3	4.3
EV/EBITDA	5.4	9.7	7.0	5.3	5.2
PSR	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	20.5	18.8	20.2	24.2	21.6
ROA	9.7	8.6	9.3	11.4	10.6
ROIC	18.2	12.1	13.5	16.8	15.8
부채비율	118.4	120.5	115.6	108.6	99.3
순부채비율	8.6	38.4	39.5	31.7	25.4
이자보상배율(배)	28.7	23.6	31.1	41.6	41.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,974.4	6,774.8	7,171.1	8,302.3	8,826.3
금융자산	4,213.2	2,222.4	1,945.5	2,299.1	2,599.8
현금성자산	767.4	480.1	168.2	486.3	750.8
매출채권 등	1,325.9	1,751.4	2,010.5	2,309.6	2,395.5
재고자산	2,423.4	2,790.7	3,203.5	3,680.1	3,817.0
기타유동자산	11.9	10.3	11.6	13.5	14.0
비유동자산	5,984.6	8,312.6	9,242.5	9,821.8	10,422.7
투자자산	123.4	124.6	143.1	164.4	170.5
금융자산	90.1	92.3	105.9	121.7	126.2
유형자산	5,710.8	7,968.7	8,887.6	9,451.9	10,052.0
무형자산	54.5	105.2	97.7	91.4	86.1
기타비유동자산	95.9	114.1	114.1	114.1	114.1
자산총계	13,959.0	15,087.5	16,413.7	18,124.0	19,249.0
유동부채	4,832.8	4,544.4	4,967.3	5,464.3	5,607.0
금융부채	2,196.7	1,376.9	1,378.0	1,379.2	1,379.6
매입채무 등	2,169.1	2,776.4	3,187.0	3,661.2	3,797.4
기타유동부채	467.0	391.1	402.3	423.9	430.0
비유동부채	2,734.7	3,700.4	3,833.8	3,972.4	3,983.4
금융부채	2,563.6	3,474.7	3,574.7	3,674.7	3,674.7
기타비유동부채	171.1	225.7	259.1	297.7	308.7
부채총계	7,567.4	8,244.8	8,801.1	9,436.6	9,590.5
지배주주지분	6,391.6	6,842.6	7,612.6	8,687.4	9,658.5
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	23.4	23.4	23.4	23.4
이익잉여금	4,745.4	5,198.1	5,968.1	7,042.9	8,014.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,391.6	6,842.6	7,612.6	8,687.4	9,658.5
순금융부채	547.1	2,629.1	3,007.2	2,754.8	2,454.4
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,722.0	1,143.3	1,581.0	2,069.1	2,254.2
당기순이익	1,205.4	1,246.5	1,457.0	1,971.3	1,984.1
조정	704.8	133.1	342.1	341.0	340.0
감가상각비	286.7	294.2	407.4	406.3	405.3
외환거래손익	98.8	(80.3)	(60.2)	(60.2)	(60.2)
지분법손익	(6.6)	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.1)
기타	325.9	(75.7)	0.0	(0.0)	(0.0)
영업활동자산부채변동	(188.2)	(236.3)	(218.1)	(243.2)	(69.9)
투자활동 현금흐름	(1,966.9)	(832.2)	(1,306.9)	(955.8)	(977.2)
투자자산감소(증가)	17.4	3.9	(13.3)	(16.2)	(1.0)
유형자산감소(증가)	(1,056.5)	(2,411.5)	(1,319.0)	(964.2)	(1,000.1)
기타	(927.8)	1,575.4	25.4	24.6	23.9
재무활동 현금흐름	811.1	(598.3)	(585.9)	(795.3)	(1,012.6)
금융부채증가(감소)	1,154.1	91.2	101.1	101.3	0.4
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(133.4)	113.9	0.0	(0.1)	0.0
배당지급	(209.6)	(803.4)	(687.0)	(896.5)	(1,013.0)
현금의 증감	566.2	(287.4)	(311.8)	318.1	264.5
Unlevered CFO	1,899.8	1,865.9	2,277.4	2,953.6	2,964.7
Free Cash Flow	658.4	(1,270.8)	262.1	1,104.9	1,254.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.4.26	BUY	160,000		
17.10.10	BUY	180,000	-32.91%	-26.67%
17.7.26	BUY	160,000	-25.45%	-20.31%
17.5.22	BUY	140,000	-29.01%	-22.50%
17.4.7	BUY	115,000	-13.49%	-6.52%
16.10.4	BUY	100,000	-14.22%	0.50%
16.6.30	BUY	110,000	-31.06%	-26.18%
16.4.22	BUY	130,000	-35.78%	-31.23%

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	91.9%	7.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 26일

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 2018년 04월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 04월 26일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.