

S-Oil

BUY(유지)

010950 기업분석 | 정유

목표주가(유지)	160,000원	현재주가(07/26)	116,500원	Up/Downside	+37.3%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 07. 27

정제마진과 주가의 동조: 반등에 대비

News

2Q18 영업이익 4,026억원, 시장 기대치 충족: S-Oil의 2Q 영업이익은 4,026억원(QoQ+58.2%/YoY+243.3%)으로 DB 추정치 4,426억원은 하회했으나 시장 컨센서스 4,160억원에 부합했다. Dubai가 18.3월 평균 \$62.9/bbl→6월 평균 \$73.6/bbl로 상승, 환율 역시 상승하면서 재고평가이익 규모가 1,700억원으로 확대됨에 따라 정유 실적이 예상치를 상회했다.(3,052억원) 화학은 no.1 PX 정기보수 기간이 연장된 것과 no.2 PX 가동 차질로 PX 전체 가동률이 55%에 그침에 따라 부진했다.(165억원) 윤활기유는 유가 상승에 따른 마진 축소로 1Q 대비 소폭 감익을 시현했다.(809억원)

Comment

정제마진 추세 반등에 대비: 글로벌 석유 수요 증분을 하회하는 정제설비 준조설 부족 상황이 19년까지 지속되며 중장기 정제마진의 우상향 cycle은 이어질 것이라는 전망은 변함이 없다. 하지만 당사는 단기 정제마진의 방향성은 3월 이후 등경유 계절성의 둔화, 휘발유 수요 부진 및 미국 정제가 동를 부담을 근거로 둔화될 것이라 전망했다. 이제는 반대로 반등을 준비할 시점이다. 7월을 정점으로 미국 정제가동률은 차츰 하락하고 있으며, 동절기로 갈수록 등경유의 계절성이 회복되며 본격적인 마진 개선이 나타날 것이라 전망한다. 3Q 전사 영업이익은 유가 하락 반전에 따른 (-)lagging 영향 및 7~8월까지의 상대적인 마진 약세로 2,153억원(QoQ-46.5%/YoY-61.1%)으로 반락하겠지만 주가는 단기 실적보다는 정제마진의 방향성과 궤를 함께 했음을 고려하자.

Action

고도화 증설 효과까지 고려, 비중확대 나설 시점: 중간 배당이 17년 대비 절반인 600원에 그치면서 연간 배당 하락 우려가 제기되었지만, 16년 중간(500원)/기말(5,700원) 배당을 고려했을 때 연간 배당성향 하락 우려로 연결시키는 것은 지나치다. 오히려 하반기 마진 개선, 고도화 증설에 따른 19년 증익 및 배당성향 개선 가능성 등을 고려하여 적극적인 비중확대에 나설 시점이라 판단된다.

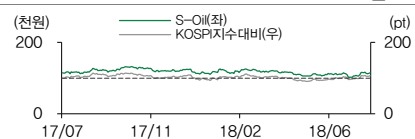
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	16,322	20,891	24,807	25,256	25,138
(증가율)	-8.8	28.0	18.7	1.8	-0.5
영업이익	1,617	1,373	1,503	2,069	1,966
(증가율)	97.8	-15.1	9.4	37.7	-5.0
순이익	1,205	1,246	1,019	1,522	1,446
EPS	10,494	10,870	8,863	13,209	12,557
PER (H/L)	9.4/6.5	12.3/7.4	12.9	8.7	9.1
PBR (H/L)	1.8/1.3	2.3/1.4	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA (H/L)	6.2/4.5	10.7/7.2	9.2	6.7	6.6
영업이익률	9.9	6.6	6.1	8.2	7.8
ROE	20.5	18.8	14.5	20.4	18.2

Stock Data

52주 최저/최고	102,000/132,000원
KOSDAQ /KOSPI	765/2,289pt
시가총액	131,159억원
60일-평균거래량	284,203
외국인지분율	76.6%
60일-외국인지분율변동추이	-0.5%p
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 12인 63.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	2.2	4.1	4.1
상대기준	6.0	12.1	11.7

도표 1. S-Oil 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	6,003	6,415	6,978	20,891	24,807	25,256
%YoY	51.7	11.1	26.0	27.6	4.1	28.7	23.1	20.0	28.0	18.7	1.8
%QoQ	14.1	-10.3	11.7	11.6	-6.9	10.9	6.9	8.8			
정유	4,044	3,699	4,107	4,562	4,341	4,754	5,044	5,390	16,412	19,529	19,399
화학	771	561	700	833	690	829	928	1,126	2,864	3,574	4,164
운할유	385	406	405	419	379	420	443	462	1,615	1,705	1,692
연결 영업이익	333	117	553	369	254	403	215	631	1,373	1,503	2,069
%YoY	-32.2	-81.7	376.1	0.4	-23.7	243.3	-61.1	70.8	-15.1	9.4	37.7
%QoQ	-9.4	-64.8	371.8	-33.2	-31.1	58.2	-46.5	192.9			
정유	110	-85	336	266	89	305	43	401	627	838	1,089
화학	140	73	91	23	81	17	91	136	326	324	624
운할유	84	129	126	80	84	81	81	94	420	340	356
영업이익률	6.4	2.5	10.6	6.4	4.7	6.7	3.4	9.0	6.6	6.1	8.2
정유	2.7	-2.3	8.2	5.8	2.1	6.4	0.9	7.4	3.8	4.3	5.6
화학	18.1	13.0	12.9	2.7	11.7	2.0	9.8	12.0	11.4	9.1	15.0
운할유	21.9	31.9	31.2	19.2	22.2	19.3	18.3	20.4	26.0	20.0	21.0

자료: S-Oil, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974	6,775	7,212	6,818	6,529
현금및현금성자산	767	480	1,559	984	651
매출채권및기타채권	1,326	1,751	1,985	2,013	2,020
재고자산	2,423	2,791	2,787	3,027	2,986
비유동자산	5,985	8,313	9,489	9,546	9,674
유형자산	5,711	7,969	9,154	9,218	9,352
무형자산	54	105	96	89	83
투자자산	123	125	125	125	125
자산총계	13,959	15,087	16,701	16,364	16,203
유동부채	4,833	4,544	5,791	5,224	4,906
매입채무및기타채무	2,169	2,776	2,294	2,327	2,609
단기차입금및단기차채	1,789	1,355	2,555	2,055	1,555
유동성장기부채	357	14	14	14	14
비유동부채	2,735	3,700	3,700	3,400	3,100
사채및장기차입금	2,564	3,475	3,475	3,175	2,875
부채총계	7,567	8,245	9,491	8,624	8,007
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,745	5,198	5,565	6,096	6,552
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	7,210	7,740	8,197

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,722	1,143	1,238	1,574	2,252
당기순이익	1,205	1,246	1,019	1,522	1,446
현금유출이없는비용및수익	694	619	777	1,069	1,071
유형및무형자산상각비	287	294	324	443	472
영업관련자산부채변동	-188	-236	-218	-510	217
매출채권및기타채권의감소	-110	-401	-233	-28	-7
재고자산의감소	-699	-369	3	-240	41
매입채무및기타채무의증가	530	616	-483	33	282
투자활동현금흐름	-1,967	-832	-676	-464	-737
CAPEX	-1,064	-2,414	-1,500	-500	-600
투자자산의순증	17	4	0	0	0
재무활동현금흐름	811	-598	517	-1,685	-1,848
사채및차입금의 증가	1,154	91	1,200	-800	-800
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-210	-803	-617	-817	-990
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	566	-287	1,079	-575	-333
기초현금	201	767	480	1,559	984
기말현금	767	480	1,559	984	651

자료: S-Oil DB 금융투자 주: FRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,322	20,891	24,807	25,256	25,138
매출원가	14,021	18,783	22,670	22,542	22,529
매출총이익	2,301	2,108	2,137	2,714	2,609
판매비	684	735	634	645	642
영업이익	1,617	1,373	1,503	2,069	1,966
EBITDA	1,904	1,667	1,827	2,512	2,438
영업외손익	-42	271	-144	-40	-38
금융손익	-60	203	-113	-119	-117
투자손익	7	5	0	0	0
기타영업외손익	11	63	-31	79	79
세전이익	1,575	1,645	1,359	2,029	1,928
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	1,246	1,019	1,522	1,446
자배주주지분순이익	1,205	1,246	1,019	1,522	1,446
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	1,019	1,522	1,446
증감률(%YoY)					
매출액	-8.8	28.0	18.7	1.8	-0.5
영업이익	97.8	-15.1	9.4	37.7	-5.0
EPS	89.9	3.6	-18.5	49.0	-4.9

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당자료(원)					
EPS	10,494	10,870	8,863	13,209	12,557
BPS	54,814	58,682	61,833	66,380	70,296
DPS	6,200	5,900	5,600	8,500	8,500
Multiple(배)					
P/E	8.1	10.8	12.9	8.7	9.1
P/B	1.5	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	5.4	9.7	9.2	6.7	6.6
수익성(%)					
영업이익률	9.9	6.6	6.1	8.2	7.8
EBITDA마진	11.7	8.0	7.4	9.9	9.7
순이익률	7.4	6.0	4.1	6.0	5.8
ROE	20.5	18.8	14.5	20.4	18.2
ROA	9.7	8.6	6.4	9.2	8.9
ROIC	18.6	12.6	11.0	13.9	13.1
안정성및기타					
부채비율(%)	118.4	120.5	131.6	111.4	97.7
이자보상배율(배)	28.7	23.6	22.7	30.2	33.4
배당성향(배)	57.9	53.3	61.8	62.9	66.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

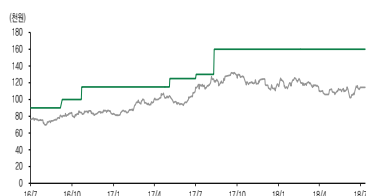
가입 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

S-Oil 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/04/12	Hold	90,000	-11.5 9.0				
16/10/04	Buy	100,000	-17.9 -13.4				
16/11/16	Buy	115,000	-21.4 -6.5				
17/05/30	Buy	125,000	-20.5 -8.4				
17/07/27	Buy	130,000	-9.3 -1.9				
17/09/05	Buy	160,000	-				

주: *표는 담당자 변경