

# S-Oil (010950)

## 현재의 정제마진과 RUC/ODC 수익성으로는 부담스러운 Valuation

### 4Q18 영업이익, 컨센을 큰 폭 하회

4Q18 영업이익은 -2,924억원(QoQ 적전, YoY 적전)으로 컨센(-768억원)을 큰 폭 하회했다. 유가하락에 따른 재고관련 손실이 3,900억원 가량 반영되며, 정유부문(-5,016억원)이 부진했던 점이 주요인이다. 하지만, 재고손실을 제거하더라도 약 1,100억원의 손실이 발생되었는데, 이는 부정적인 래깅효과와 RUC 신규가동(11~12월, 가동률 90% 이상)에 따른 이익기여가 거의 없었기 때문으로 추측된다. RUC의 수익성 부진은 [휘발유]-[B-C] 스프레드 축소 영향이다. 석유화학 영업이익은 1,584억원(QoQ +55%)으로 개선되었다. 하지만, 유사한 PX마진을 시현했던 과거 실적과 비교 시 다소 기대에 미치지 못했는데, 이는 벤젠 약세와 ODC의 미미한 이익 기여 때문이라 추정된다. 유틸기유는 유가하락으로 인한 스프레드 개선으로 증익(QoQ +18%)되었다.

### 1Q19 영업이익은 QoQ 큰 폭 개선되나, 그 폭은 제한적

1Q19 영업이익은 2,642억원(QoQ 흑전, YoY +4%)를 추정한다. 전분기에 발생한 재고관련손실 제거로 QoQ 개선폭은 크게 나타나겠으나, 현재의 정제마진과 [휘발유]-[B-C]마진 축소에 따른 RUC/ODC의 수익성을 감안하면 정유부문의 실적 개선폭은 제한적(영업이익 884억원 추정)일 전망이다. 석유화학 영업이익은 1,332억원(QoQ -16%)을 추정한다. 벤젠 약세 지속과 PX의 소폭 조정, ODC의 QoQ 비슷한 이익 기여를 가정했다. 유틸기유는 유가하락에 따른 판가조정으로 영업이익 426억원(QoQ -16%)으로 감익될 전망이다.

### 현재의 수익성으로는 부담스러운 Valuation

Neutral, TP 110,000원을 유지한다. 상반기 정제마진과 [휘발유]-[B-C] 마진에 대해 보수적인 시각을 유지한다. 높은 재고를 감안하면 휘발유의 공급과잉은 쉽게 해결되기 어렵고, B-C 강세는 이란의 수출감소를 감안하면 상반기 중 지속될 가능성이 높다. 유틸기유의 실적 Level-Down과 벤젠 약세에 따른 석유화학의 기대치에 미치지 못하는 실적도 아쉽다. 2019년 영업이익 1.18조원 감안 시 PER/PBR은 13.4배/1.6배로 ROE 12%와 미국 주요업체(Valero/Phillips66 등)의 PER 10~11배를 감안하면 부담스러운 Valuation이다.

### Earnings Review

**Neutral**

| TP(12M): 110,000원 | CP(1월 28일): 99,000원

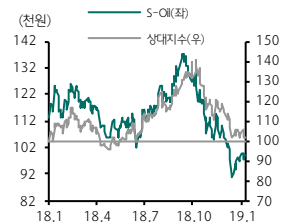
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,177.30
52주 최고/최저(원)	137,500/91,000
시가총액(십억원)	11,145.7
시가총액비중(%)	0.93
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	299.1
60일 평균 거래대금(십억원)	31.4
18년 배당금(예상, 원)	2,000
18년 배당수익률(예상, %)	2.05
외국인지분율(%)	78.65
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas	63.45
Company BV 외 11 인	
국민연금	6.07
추가상승률	1M 6M 12M
절대	1.3 (12.4) (14.3)
상대	(5.0) (7.7) 1.4

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	25,089.6	25,469.0
영업이익(십억원)	910.3	1,601.1
순이익(십억원)	628.8	1,237.1
EPS(원)	5,025	10,417
BPS(원)	59,326	65,525

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	16,321.8	20,891.4	25,463.3	22,476.6	24,188.1
영업이익	십억원	1,616.9	1,373.3	680.6	1,182.3	1,217.1
세전이익	십억원	1,575.1	1,644.9	431.0	1,132.2	1,166.7
순이익	십억원	1,205.4	1,246.5	334.0	860.5	886.7
EPS	원	10,337	10,690	2,864	7,380	7,604
증감률	%	90.9	3.4	(73.2)	157.7	3.0
PER	배	8.19	10.94	34.11	13.42	13.02
PBR	배	1.54	1.99	1.74	1.61	1.52
EV/EBITDA	배	5.41	9.72	15.62	10.27	10.34
ROE	%	20.46	18.84	4.98	12.52	12.00
BPS	원	54,830	58,698	56,270	61,652	65,162
DPS	원	6,200	5,900	2,000	4,100	4,100



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

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

표 1. S-Oil 4Q18 실적 Review

	4Q18	3Q18	4Q17	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	6,861.3	7,187.9	5,814.4	18.0	-4.5	6,049.9	13.4	6,522.6	5.2
영업이익	-292.4	315.7	369.3	적자전환	적자전환	-111.4	적자확대	-76.8	적자확대
세전이익	-357.2	315.5	526.9	적자전환	적자전환	-95.5	적자확대	-30.0	적자확대
순이익	-247.8	229.9	386.9	적자전환	적자전환	-76.1	적자확대	-14.0	적자확대
영업이익률	-4.3	4.4	6.4	-10.6	-8.7	-1.8	-2.4	-1.2	-3.1
세전이익률	-5.2	4.4	9.1	-14.3	-9.6	-1.6	-3.6	-0.5	-4.7
순이익률	-3.6	3.2	6.7	-10.3	-6.8	-1.3	-2.4	-0.2	-3.4

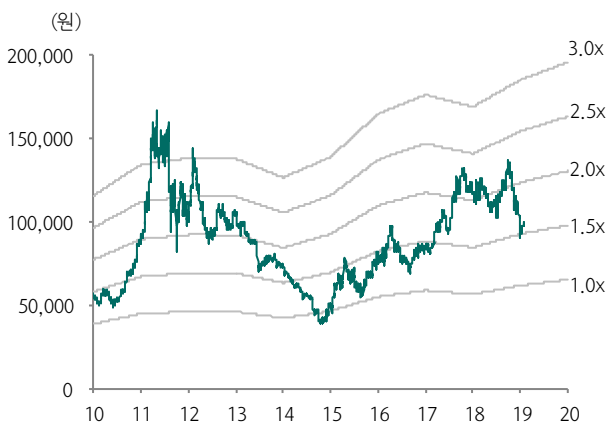
자료: 하나금융투자

표 2. S-Oil 연간실적 추정치 변경 내역

	2018P			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	25,463.3	24,651.9	3.3	22,476.6	22,050.3	1.9
영업이익	680.6	861.5	-21.0	1,182.3	1,214.4	-2.6
세전이익	431.0	692.7	-37.8	1,132.2	1,176.8	-3.8
순이익	334.0	505.7	-34.0	860.5	894.4	-3.8
영업이익률	2.7	3.5	-0.8	5.3	5.5	-0.2
세전이익률	1.7	2.8	-1.1	5.0	5.3	-0.3
순이익률	1.3	2.1	-0.7	3.8	4.1	-0.2

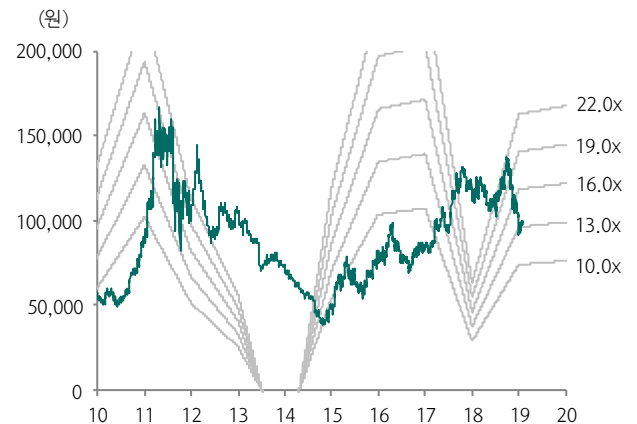
자료: 하나금융투자

그림 1. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



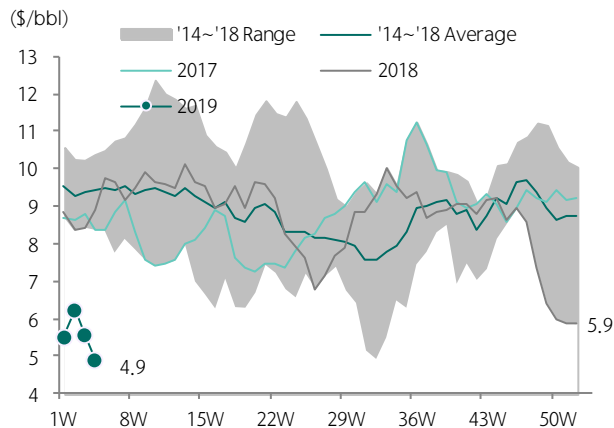
자료: 하나금융투자

그림 2. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 3. 정제마진 추이(5년 밴드)



자료: 하나금융투자

그림 4. [휘발유]-[B-C] 마진 추이



자료: 하나금융투자

표 3. S-OIL 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2018				FY2019				FY2017	FY2018P	FY2019F	FY2020F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F				
<b>매출액</b>	<b>5,411.0</b>	<b>6,003.1</b>	<b>7,187.9</b>	<b>6,861.3</b>	<b>5,357.8</b>	<b>5,265.3</b>	<b>5,696.5</b>	<b>6,157.1</b>	<b>20,891.3</b>	<b>25,463.3</b>	<b>22,476.6</b>	<b>24,188.1</b>
QoQ(%)	-6.9%	10.9%	19.7%	-4.5%	-21.9%	-1.7%	8.2%	8.1%				
YoY(%)	4.1%	28.7%	37.9%	18.0%	-1.0%	-12.3%	-20.7%	-10.3%	28.0%	21.9%	-11.7%	7.6%
정유부문	4,341.3	4,754.1	5,728.1	5,303.0	4,012.9	3,915.4	4,263.5	4,624.5	16,412.4	20,126.5	16,816.3	18,281.6
석유화학부문	690.2	829.3	1,050.4	1,131.5	954.4	951.7	1,013.1	1,121.9	2,864.1	3,701.4	4,041.2	4,579.4
운할기유부문	379.5	419.7	409.4	426.8	390.4	398.2	419.9	410.7	1,614.9	1,635.4	1,619.1	1,327.1
<b>영업이익</b>	<b>254.5</b>	<b>402.6</b>	<b>315.7</b>	<b>-292.4</b>	<b>264.2</b>	<b>294.3</b>	<b>310.4</b>	<b>313.3</b>	<b>1,373.3</b>	<b>680.4</b>	<b>1,182.3</b>	<b>1,217.1</b>
영업이익률(%)	4.7%	6.7%	4.4%	-4.3%	4.9%	5.6%	5.4%	5.1%	6.6%	2.7%	5.3%	5.0%
QoQ(%)	-31.1%	58.2%	-21.6%	적전	흑전	11.4%	5.5%	0.9%				
YoY(%)	-23.7%	243.3%	-42.9%	적전	3.8%	-26.9%	-1.7%	흑전	-15.1%	-50.5%	73.8%	2.9%
정유부문	90.4	305.2	170.4	-501.6	88.4	103.9	113.9	124.3	627.3	64.4	430.4	528.5
영업이익률(%)	2.1%	6.4%	3.0%	-9.5%	2.2%	2.7%	2.7%	2.7%	3.8%	0.3%	2.6%	2.9%
QoQ(%)	-66.0%	237.6%	-44.2%	적전	흑전	17.4%	9.6%	9.1%				
YoY(%)	-17.6%	흑전	-49.3%	적전	-2.2%	-66.0%	-33.2%	흑전	-10.3%	-89.7%	568.4%	22.8%
석유화학부문	81.0	16.5	102.1	158.4	133.2	148.2	148.2	153.2	325.8	358.0	582.7	550.5
영업이익률(%)	11.7%	2.0%	9.7%	14.0%	14.0%	15.6%	14.6%	13.7%	11.4%	9.7%	14.4%	12.0%
QoQ(%)	254.1%	-79.6%	518.8%	55.1%	-15.9%	11.2%	0.0%	3.4%				
YoY(%)	-42.0%	-77.3%	12.8%	592.5%	64.5%	797.9%	45.1%	-3.3%	-35.6%	9.9%	62.8%	-5.5%
운할기유부문	84.1	80.9	43.2	50.9	42.6	42.3	48.4	35.9	420.2	259.1	169.2	138.0
영업이익률(%)	22.2%	19.3%	10.6%	11.9%	10.9%	10.6%	11.5%	8.7%	26.0%	15.8%	10.4%	10.4%
QoQ(%)	4.7%	-3.8%	-46.6%	17.7%	-16.3%	-0.6%	14.5%	-25.9%				
YoY(%)	-0.1%	-37.5%	-65.8%	-36.7%	-49.4%	-47.7%	12.1%	-29.4%	2.0%	-38.4%	-34.7%	-18.4%
<b>당기순이익</b>	<b>188.7</b>	<b>163.2</b>	<b>229.9</b>	<b>-247.8</b>	<b>184.2</b>	<b>213.7</b>	<b>229.0</b>	<b>233.6</b>	<b>1,246.5</b>	<b>334.0</b>	<b>860.5</b>	<b>886.7</b>
순이익률(%)	3.5%	2.7%	3.2%	-3.6%	3.4%	4.1%	4.0%	3.8%	6.0%	1.3%	3.8%	3.7%
QoQ(%)	-51.2%	-13.5%	40.8%	-207.8%	-174.3%	16.0%	7.2%	2.0%				
YoY(%)	-52.1%	143.9%	-42.3%	-164.1%	-2.4%	30.9%	-0.4%	-194.3%	3.4%	-73.2%	157.7%	3.0%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>16,321.8</b>	<b>20,891.4</b>	<b>25,463.3</b>	<b>22,476.6</b>	<b>24,188.1</b>
매출원가	14,020.9	18,783.1	24,199.3	20,763.1	22,337.6
매출총이익	2,300.9	2,108.3	1,264.0	1,713.5	1,850.5
판매비	684.1	735.0	583.4	531.1	633.5
<b>영업이익</b>	<b>1,616.9</b>	<b>1,373.3</b>	<b>680.6</b>	<b>1,182.3</b>	<b>1,217.1</b>
금융손익	(59.8)	203.4	(76.7)	52.9	52.6
중속/관계기업손익	6.6	5.1	5.1	5.1	5.1
기타영업외손익	11.4	63.1	(178.0)	(108.1)	(108.1)
<b>세전이익</b>	<b>1,575.1</b>	<b>1,644.9</b>	<b>431.0</b>	<b>1,132.2</b>	<b>1,166.7</b>
법인세	369.7	398.4	97.0	271.7	280.0
계속사업이익	1,205.4	1,246.5	334.0	860.5	886.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1,205.4</b>	<b>1,246.5</b>	<b>334.0</b>	<b>860.5</b>	<b>886.7</b>
비배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>1,205.4</b>	<b>1,246.5</b>	<b>334.0</b>	<b>860.5</b>	<b>886.7</b>
지배주주지분포괄이익	1,211.3	1,254.4	334.0	860.5	886.7
NOPAT	1,237.3	1,040.7	527.4	898.6	925.0
EBITDA	1,903.6	1,667.4	974.7	1,475.3	1,509.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(8.8)	28.0	21.9	(11.7)	7.6
NOPAT증가율	94.8	(15.9)	(49.3)	70.4	2.9
EBITDA증가율	74.5	(12.4)	(41.5)	51.4	2.3
영업이익증가율	97.8	(15.1)	(50.4)	73.7	2.9
(지배주주)순이익증가율	90.9	3.4	(73.2)	157.6	3.0
EPS증가율	90.9	3.4	(73.2)	157.7	3.0
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	14.1	10.1	5.0	7.6	7.7
EBITDA이익률	11.7	8.0	3.8	6.6	6.2
영업이익률	9.9	6.6	2.7	5.3	5.0
계속사업이익률	7.4	6.0	1.3	3.8	3.7

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	10,337	10,690	2,864	7,380	7,604
BPS	54,830	58,698	56,270	61,652	65,162
CFPS	16,293	16,002	7,610	12,075	12,364
EBITDAPS	16,326	14,300	8,359	12,652	12,942
SPS	139,976	179,164	218,373	192,759	207,437
DPS	6,200	5,900	2,000	4,100	4,100
<b>주기지표(배)</b>					
PER	8.2	10.9	34.1	13.4	13.0
PBR	1.5	2.0	1.7	1.6	1.5
PCFR	5.2	7.3	12.8	8.2	8.0
EV/EBITDA	5.4	9.7	15.6	10.3	10.3
PSR	0.6	0.7	0.4	0.5	0.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	20.5	18.8	5.0	12.5	12.0
ROA	9.7	8.6	2.1	5.0	4.9
ROIC	18.2	12.1	5.1	8.1	7.9
부채비율	118.4	120.5	150.8	150.2	142.9
순부채비율	8.6	38.4	60.1	51.9	55.0
이자보상배율(배)	28.7	23.6	10.2	14.9	14.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>7,974.4</b>	<b>6,774.8</b>	<b>6,793.2</b>	<b>7,846.2</b>	<b>7,752.2</b>
금융자산	4,213.2	2,222.4	2,210.7	3,219.4	2,773.1
현금성자산	767.4	480.1	433.4	1,406.7	924.1
매출채권 등	1,325.9	1,751.4	1,751.4	1,768.9	1,903.6
재고자산	2,423.4	2,790.7	2,818.6	2,846.8	3,063.6
기타유동자산	11.9	10.3	12.5	11.1	11.9
<b>비유동자산</b>	<b>5,984.6</b>	<b>8,312.6</b>	<b>9,659.9</b>	<b>10,135.7</b>	<b>10,700.5</b>
투자자산	123.4	124.6	151.9	134.1	144.3
금융자산	90.1	92.3	112.5	99.3	106.9
유형자산	5,710.8	7,968.7	9,296.1	9,796.1	10,356.0
무형자산	54.5	105.2	97.7	91.4	86.1
기타비유동자산	95.9	114.1	114.2	114.1	114.1
<b>자산총계</b>	<b>13,959.0</b>	<b>15,087.5</b>	<b>16,453.1</b>	<b>17,982.0</b>	<b>18,452.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,832.8</b>	<b>4,544.4</b>	<b>5,843.8</b>	<b>6,677.4</b>	<b>6,720.4</b>
금융부채	2,196.7	1,376.9	2,378.5	3,077.4	3,078.0
매입채무 등	2,169.1	2,776.4	3,054.0	3,206.7	3,238.8
기타유동부채	467.0	391.1	411.3	393.3	403.6
<b>비유동부채</b>	<b>2,734.7</b>	<b>3,700.4</b>	<b>4,049.8</b>	<b>4,117.5</b>	<b>4,136.0</b>
금융부채	2,563.6	3,474.7	3,774.7	3,874.7	3,874.7
기타비유동부채	171.1	225.7	275.1	242.8	261.3
<b>부채총계</b>	<b>7,567.4</b>	<b>8,244.8</b>	<b>9,893.6</b>	<b>10,794.9</b>	<b>10,856.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>6,391.6</b>	<b>6,842.6</b>	<b>6,559.5</b>	<b>7,187.0</b>	<b>7,596.3</b>
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	4,915.0	5,542.6	5,951.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>6,391.6</b>	<b>6,842.6</b>	<b>6,559.5</b>	<b>7,187.0</b>	<b>7,596.3</b>
손금유부채	547.1	2,629.1	3,942.5	3,732.7	4,179.6

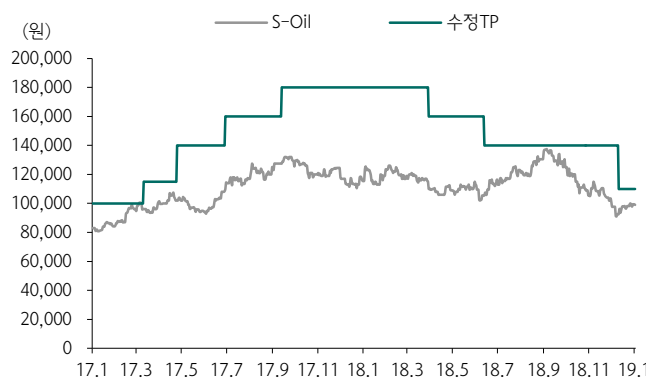
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,722.0</b>	<b>1,143.3</b>	<b>1,084.1</b>	<b>1,166.5</b>	<b>842.2</b>
당기순이익	1,205.4	1,246.5	334.0	860.5	886.7
조정	704.8	133.1	433.1	247.9	246.9
감가상각비	286.7	294.2	294.1	293.0	292.0
외환거래손익	98.8	(80.3)	144.1	(40.0)	(40.0)
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)	317.0	58.1	(291.4)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(1,966.9)</b>	<b>(832.2)</b>	<b>(1,815.2)</b>	<b>(759.3)</b>	<b>(847.9)</b>
투자자산감소(증가)	17.4	3.9	(22.1)	22.9	(5.1)
유형자산감소(증가)	(1,056.5)	(2,411.5)	(1,614.1)	(786.7)	(846.6)
기타	(927.8)	1,575.4	(179.0)	4.5	3.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>811.1</b>	<b>(598.3)</b>	<b>684.5</b>	<b>566.0</b>	<b>(476.8)</b>
금융부채증가(감소)	1,154.1	91.2	1,301.6	798.9	0.6
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(133.4)	113.9	0.0	0.0	(0.0)
배당지급	(209.6)	(803.4)	(617.1)	(232.9)	(477.4)
<b>현금의 증감</b>	<b>566.2</b>	<b>(287.4)</b>	<b>(46.6)</b>	<b>973.2</b>	<b>(482.5)</b>
Unlevered CFO	1,899.8	1,865.9	887.4	1,408.0	1,441.8
Free Cash Flow	658.4	(1,270.8)	(530.0)	379.8	(4.4)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.7	Neutral	110,000		
18.10.10	Neutral	140,000	-16.15%	-1.79%
18.7.10	BUY	140,000	-13.46%	-1.79%
18.4.26	BUY	160,000	-31.91%	-28.13%
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%
17.2.2	BUY	100,000	-10.07%	0.50%
16.9.25	BUY	110,000	-24.21%	-20.73%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 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	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2019년 1월 28일

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 2019년 01월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 01월 29일 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.