

S-Oil(010950)

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

저점 매수 시기

유가급락으로 4분기 적자전환
 유가 관련 재고평가손실 규모 당사 추정치를 1,450억원 상회
 유가는 이미 상승 후 안정. 1분기부터 실적은 V자 반등 전망

Facts : 재고평가손실 예상 상회

4분기 영업적자는 2,924억원으로 당사 추정치를 1,040억원 하회했고 컨센서스 또한 큰 폭으로 하회했다. 유가급락에 따른 재고평가손실이 3,910억원 발생했다. 당사 추정치 대비 재고평가손실이 1,450억원 추가로 발생한 점은 12월에 급락한 유가가 기준유가로 설정됐기 때문이다. 평가 기준유가가 50달러/배럴 초반으로 설정됨에 따라 1분기에는 현재 유가 기준으로 재고평가이익이 1,300억원 발생할 가능성이 높다.

Pros & cons : 1분기부터 실적은 V자 반등

정유부문은 재고평가손실뿐만 아니라 유가급락 영향으로 4분기 평균 한달 후행정제마진 -0.2달러/배럴을 기록함에 따라 영업적자 5,016억원을 기록했다. 그러나 최근 유가 반등과 정제마진 개선으로 1분기부터 실적은 급격하게 개선될 전망이다. Dubai 기준 유가는 최근 61달러/배럴로 12월 저점 대비 22% 상승했다. 이에 따라 한달 후행정제마진도 최근 10달러/배럴을 상향 돌파했다. 아시아 스팟 정제마진 역시 조만간 개선될 전망이다. 2월부터 역대 정기보수가 집중되며 수급이 개선될 전망이다. 석유화학의 경우 4분기 PX 스프레드 개선 효과는 상반기에도 이어질 전망이다. 유가하락에 따른 원가절감이 예상되는 윤활기유 사업부도 견조한 실적이 지속될 전망이다.

Action : 정제마진의 구조적 상승여력에 주목

유가급락에 따른 부진한 실적 및 주가조정은 이미 지나갔다. 1분기부터 V자 반등할 실적과 구조적으로 개선될 정제마진을 감안하면 적극적으로 매수할 시기다. 특히, 신규 고도화설비인 RUC와 ODC 모두 특별한 문제 없이 정상 가동 중이다. 초기 가동에 따른 불확실성을 감안해도 이로인한 2019년 영업이익 증분은 3,000억원 이상은 발생할 것이다. 가장 중요한 점은 단기적으로 위축된 아시아 스팟 정제마진이 WTI의 상대적 강세로 원가 경쟁력 회복 그리고 국제해사기구(IMO)의 선박 황 함유량 규제에 힘입어 큰 폭으로 개선될 가능성이 열려있다는 것이다 (2019/1/16 발간된 산업분석 '오늘의 악재가 내일의 호재' 참조).

매수(유지)

목표주가: 160,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/28)	2,177
주가(1/28)	99,000
시가총액(십억원)	11,146
발행주식수(백만)	113
52주 최고/최저(원)	137,500/91,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	32,939
유동주식비율/외국인지분율(%)	36.5/78.6
주요주주(%)	Aramco Overseas Company BV 외 11인 63.5
	국민연금 6.1

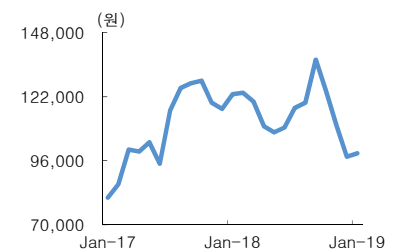
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	10.9	34.7	6.3
PBR(x)	2.0	1.8	1.4
ROE(%)	18.8	5.0	24.9
DY(%)	5.0	1.6	9.1
EV/EBITDA(x)	9.7	16.7	4.9
EPS(원)	10,706	2,856	15,750
BPS(원)	58,698	56,262	70,371

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.3	(12.4)	(14.3)
KOSPI 대비(%p)	(5.3)	(7.3)	1.2

주가추이



자료: FnGuide

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	5,814.4	5,410.9	6,003.1	7,187.9	6,861.3	(4.5)	18.0	6,719.0
영업이익	369.3	254.5	402.6	315.7	(292.4)	NM	NM	28.2
영업이익률(%)	6.4	4.7	6.7	4.4	(4.3)			0.4
세전이익	526.9	258.2	214.5	315.5	(359.2)	NM	NM	8.2
순이익	386.9	188.7	163.2	229.9	(249.1)	NM	NM	16.6

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018			2019F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	24,845	25,463	2.5	24,941	24,941	0.0
영업이익	784	681	(13.2)	2,463	2,442	(0.8)
영업이익률	3.2	2.7	(0.5)	9.9	9.8	(0.1)
세전이익	587	429	(27.0)	2,483	2,460	(0.9)
순이익	428	333	(22.2)	1,852	1,835	(0.9)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	6,154	6,262	6,289	6,235	20,891	25,463	24,941
영업이익	255	403	316	(292)	392	589	674	788	1,373	681	2,442
영업이익률(%)	4.7	6.7	4.4	(4.3)	6.4	9.4	10.7	12.6	6.6	2.7	9.8
순이익	189	163	230	(249)	291	442	508	594	1,246	333	1,835
증가율(% YoY)											
매출액	4.1	28.7	37.9	18.0	13.7	4.3	(12.5)	(9.1)	28.0	21.9	(2.1)
영업이익	(23.7)	243.3	(42.9)	NM	53.9	46.3	113.5	369.3	(15.1)	(50.4)	258.9
순이익	(52.1)	143.9	(42.4)	NM	54.0	171.0	121.3	(338.8)	3.4	(73.3)	451.4
증가율(% QoQ)											
매출액	(6.9)	10.9	19.7	NM	(10.3)	1.8	0.4	(0.9)			
영업이익	(31.1)	58.2	(21.6)	NM	NM	50.4	14.4	16.8			
순이익	(51.2)	(13.5)	40.6	NM	NM	52.2	14.9	16.9			
컨센서스 추정 영업이익					313	441	454	471			1,705
차이(%)					25.2	33.6	48.3	67.3			43.2
KIS 추정 영업이익 변화(%)					(0.7)	(2.1)	(2.8)	1.9			(0.8)

자료: 블룸버그, 한국투자증권

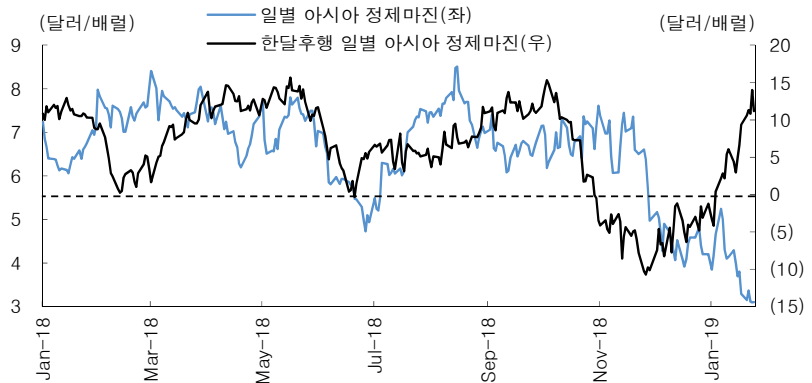
〈표 4〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	6,154	6,262	6,289	6,235	20,891	25,463	24,941
정유	4,341	4,754	5,728	5,303	4,807	4,807	4,807	4,807	16,412	20,126	19,228
유탄기유	379	420	409	427	460	460	460	460	1,615	1,635	1,841
석유화학	690	829	1,050	1,132	887	995	1,022	968	2,864	3,701	3,873
영업이익	255	403	316	(292)	392	589	674	788	1,373	681	2,442
정유	89	305	170	(502)	201	371	459	578	627	63	1,609
유탄기유	84	81	43	51	55	87	90	100	420	259	332
석유화학	81	17	102	158	136	131	125	110	326	358	502
영업이익률(%)	4.7	6.7	4.4	(4.3)	6.4	9.4	10.7	12.6	6.6	2.7	9.8
정유	2.1	6.4	3.0	(9.5)	4.2	7.7	9.5	12.0	3.8	0.3	8.4
유탄기유	22.2	19.3	10.6	11.9	12.0	18.9	19.6	21.7	26.0	15.8	18.0
석유화학	11.7	2.0	9.7	14.0	15.3	13.2	12.2	11.4	11.4	9.7	13.0

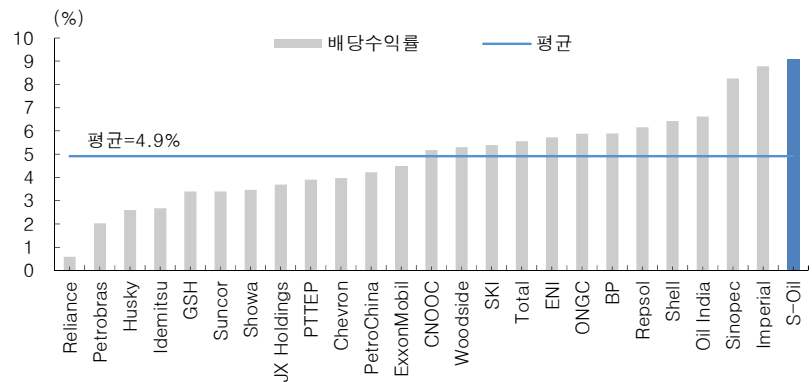
자료: 한국투자증권

[그림 1] 한달 후행기준 정제마진 상승에 이어 스팟 정제마진도 반등 전망



자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 2] Global peer: 배당수익률 비교(2019F)



주: 1월 28일 종가 기준
자료: 블룸버그, 한국투자증권

<표 5> 동종업체 밸류에이션

국내	시가총액 (백만달러)	PER(x)			EPS증감률(%)			PBR(x)			ROE(%)			배당수익률(%)		
		2017	2018	2019F	2017	201F	2019F	2017	2018	2019F	2017	2018	2019F	2017	2018	2019F
SK이노베이션	14,970	9.1	12.2	6.4	25.9	(34.8)	91.1	1.1	0.9	0.9	12.0	7.4	13.3	3.9	4.5	5.4
S-Oil	9,969	38.5	7.0	5.1	3.4	(73.3)	451.5	2.0	1.6	1.3	18.8	5.0	24.9	1.5	8.1	11.2
GS	4,355	6.0	6.7	3.9	22.4	(26.1)	74.8	0.8	0.6	0.5	13.4	9.0	14.1	2.9	3.5	3.4
평균		17.9	8.6	5.1	17.2	(44.7)	205.8	1.3	1.0	0.9	14.7	7.1	17.4	2.8	5.4	6.7
해외																
Exxon Mobil	303,649	23.3	15.9	15.4	146.3	(2.7)	3.3	1.9	1.6	1.5	11.1	10.2	9.9	4.5	4.5	4.7
Petrochina	188,237	37.8	13.2	13.1	200.0	170.0	1.2	0.7	0.6	0.6	1.9	5.0	4.9	3.5	4.2	4.2
BP	134,188	41.1	11.3	12.0	2,719.7	241.9	(6.1)	1.4	1.3	1.3	3.5	11.2	11.0	6.1	5.9	5.9
Sinopec	99,604	11.3	9.7	9.7	10.4	33.6	0.7	0.8	0.9	0.9	7.1	9.3	9.3	10.5	8.3	7.8
Petrobras	96,086	2,120.2	10.1	9.1	NM	NM	10.8	0.8	1.3	1.0	(0.2)	12.2	11.2	1.1	2.1	2.7
CNOOC	74,205	17.0	9.0	9.6	5,400.0	125.1	(5.4)	1.1	1.2	1.1	6.5	14.2	12.6	4.6	5.2	5.0
Reliance	109,406	13.0	21.1	18.4	0.4	14.8	14.7	1.5	2.5	2.3	12.1	12.3	12.7	0.5	0.6	0.6
ONGC	25,545	9.7	7.4	5.7	184.6	0.3	31.1	1.2	0.8	0.8	12.5	10.9	14.8	2.5	5.2	5.9
Repsol	26,558	10.9	9.6	8.8	16.4	15.3	9.2	0.8	0.7	0.7	7.0	8.0	8.1	0.0	0.0	6.5
PTTEP	15,291	22.0	12.0	11.9	64.4	123.8	0.9	1.2	1.2	1.2	5.1	10.4	10.0	3.7	3.9	4.0
Thai Oil	4,592	8.5	9.9	9.6	17.1	(41.4)	3.7	1.7	1.1	1.1	21.7	11.7	11.4	7.4	4.8	4.9
Tonen	18,011	9.1	5.9	5.0	NM	62.6	17.7	0.8	0.8	0.7	9.1	15.6	14.1	3.4	3.3	3.7
IRPC	3,887	12.6	12.4	10.6	16.7	(13.6)	16.7	1.6	1.4	1.3	13.5	11.5	12.0	6.5	4.1	4.6
평균		179.7	11.4	10.7	797.8	60.8	7.6	1.2	1.2	1.1	8.5	11.0	10.9	4.2	4.0	4.6

주: 1월 28일 종가 기준
자료: 블룸버그, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,974	6,775	7,285	8,063	7,731
현금성자산	767	480	974	2,930	2,720
매출채권및기타채권	1,326	1,751	1,815	1,649	1,633
재고자산	2,423	2,791	3,979	3,010	2,909
비유동자산	5,985	8,313	9,547	9,459	9,140
투자자산	123	125	123	123	123
유형자산	5,711	7,969	9,252	9,170	8,856
무형자산	54	105	103	97	92
자산총계	13,959	15,087	16,831	17,522	16,870
유동부채	4,833	4,544	6,371	5,816	5,650
매입채무및기타채무	2,169	2,776	2,009	1,520	1,469
단기차입금및단기사채	1,789	1,355	2,415	2,315	2,215
유동성장기부채	357	14	161	372	373
비유동부채	2,735	3,700	3,900	3,500	1,540
사채	1,971	2,670	2,490	2,290	1,130
장기차입금및금융부채	592	804	900	700	0
부채총계	7,567	8,245	10,271	9,316	7,190
지배주주지분	6,392	6,843	6,559	8,204	9,679
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	4,914	6,559	8,035
비지배주주지분	0	0	1	1	1
자본총계	6,392	6,843	6,560	8,205	9,680

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,722	1,143	(194)	2,804	3,163
당기순이익	1,205	1,246	333	1,835	2,519
유형자산감가상각비	278	285	292	461	693
무형자산상각비	8	9	8	8	8
자산부채변동	(188)	(236)	(822)	512	(46)
기타	419	(161)	(5)	(12)	(11)
투자활동현금흐름	(1,967)	(832)	191	(370)	(370)
유형자산투자	(1,064)	(2,414)	(1,576)	(379)	(379)
유형자산매각	7	3	0	0	0
투자자산순증	(913)	1,570	8	12	12
무형자산순증	(7)	(1)	(6)	(3)	(3)
기타	10	10	1,765	0	0
재무활동현금흐름	811	(598)	504	(478)	(3,002)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	1,021	205	1,121	(289)	(1,959)
배당금지급	(210)	(803)	(687)	(190)	(1,044)
기타	0	0	70	1	1
기타현금흐름	0	(0)	(7)	0	0
현금의증가	566	(287)	494	1,956	(210)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

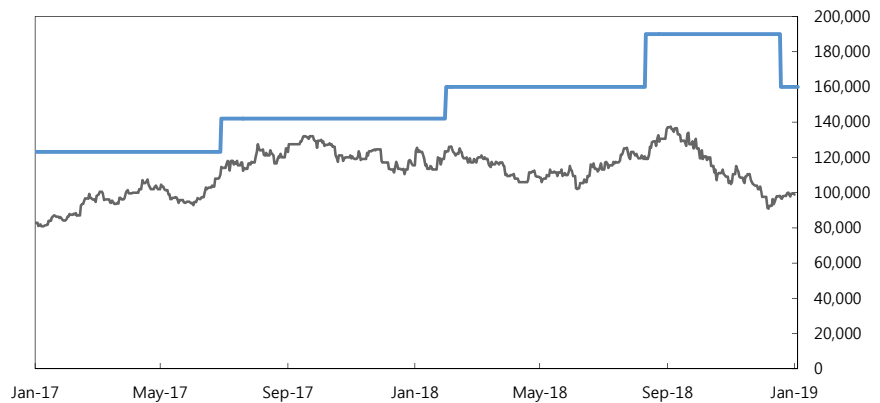
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	16,322	20,891	25,463	24,941	24,793
매출원가	14,021	18,783	24,143	21,866	20,816
매출총이익	2,301	2,108	1,320	3,075	3,977
판매관리비	684	735	639	633	636
영업이익	1,617	1,373	681	2,442	3,341
금융수익	185	330	509	90	90
이자수익	55	52	35	78	78
금융비용	245	127	761	72	54
이자비용	56	58	53	72	54
기타영업외손익	11	63	(30)	0	9
관계기업관련손익	7	5	6	12	12
세전계속사업이익	1,575	1,645	429	2,460	3,377
법인세비용	370	398	96	625	858
연결당기순이익	1,205	1,246	333	1,835	2,519
지배주주지분순이익	1,205	1,246	333	1,835	2,519
기타포괄이익	6	8	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	333	1,835	2,519
지배주주지분포괄이익	1,211	1,254	333	1,835	2,519
EBITDA	1,904	1,667	981	2,912	4,042

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,353	10,706	2,856	15,750	21,622
BPS	54,830	58,698	56,262	70,371	83,023
DPS	6,200	5,900	1,630	8,964	12,315
성장성(% YoY)					
매출증가율	(8.8)	28.0	21.9	(2.1)	(0.6)
영업이익증가율	97.8	(15.1)	(50.4)	258.9	36.8
순이익증가율	90.9	3.4	(73.3)	451.4	37.3
EPS증가율	90.9	3.4	(73.3)	451.5	37.3
EBITDA증가율	74.5	(12.4)	(41.2)	196.8	38.8
수익성(%)					
영업이익률	9.9	6.6	2.7	9.8	13.5
순이익률	7.4	6.0	1.3	7.4	10.2
EBITDA Margin	11.7	8.0	3.9	11.7	16.3
ROA	9.7	8.6	2.1	10.7	14.6
ROE	20.5	18.8	5.0	24.9	28.2
배당수익률	7.3	5.0	1.6	9.1	12.4
배당성향	59.9	55.1	57.1	56.9	56.9
안정성					
순차입금(십억원)	547	2,629	4,964	2,720	971
차입금/자본총계비율(%)	74.5	70.9	90.9	69.2	38.4
Valuation(X)					
PER	8.2	10.9	34.7	6.3	4.6
PBR	1.5	2.0	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.4	9.7	16.7	4.9	3.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
S-Oil(010950)	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	-28.3	-21.3
	2018.09.07	매수	190,000원	-39.0	-27.6
	2019.01.15	매수	160,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 28일 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
- 중 립 : 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 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 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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.