

S-Oil

BUY(유지)

010950 기업분석 | 정유

목표주가(유지)	130,000원	현재주가(01/28)	99,000원	Up/Downside	+31.3%
----------	----------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 01. 29

유가/마진 동반 반등에 대비

News

4Q18 영업적자 2,924억원, 정유 shock vs. 화학 호조: S-Oil의 4Q18 영업이익은 -2,924억원 (QoQ/YoY 적전)으로 시장 컨센서스 -768억원, DB 추정치 -1,094억원을 크게 하회했다. 정유 부문의 적자가 5,016억원으로 추정치 -2,750억원을 크게 밀돌았다. 당사는 9월 평균 유가 \$77/bbl→12월 \$57/bbl로 \$20 하락하면서 재고평가손 2,400억원을 추정했지만, 실적발표에 따르면 9월말 유가 \$80/bbl→12월말 유가 \$53/bbl로 \$27 하락 수준의 재고관련손실(-3,910억원)이 계상된 것으로 파악된다. 반면 화학은 ODC의 상업가동이 11월부터 시작되었고 가동률이 65~70% 수준에 그쳤음에도 불구하고 PX 호조로 1,584억원으로 추정치 1,160억원을 상회했다. 유탄기유는 추정치에 부합했다.

Comment

유가/정제마진 동반 반등에 대비: 당사는 19.1.15 발간한 '성장에서 순환으로' 보고서를 통해 유가에 대해 OPEC 감산 5월까지 이란 제재 강화, 하반기 미국 원유 생산량 증가 등으로 상고하자 흐름을 전망한 바 있다. 정제마진 역시 2~3월 미국 정기보수 돌입에 따른 휘발유 마진 단기 반등, 12월 중국 수출 급증 영향으로 단기 급락한 등경유 마진의 글로벌 타이트한 수급을 반영한 점진적 반등을 전망하고 있다. 결국 1월 이후 정유 시황은 유가/마진의 동반 반등이 나타날 가능성이 높다고 판단하며 1Q19 영업이익은 4,196억원으로 4Q18 대비 큰 폭으로 개선될 것으로 판단한다.

Action

최악의 시황을 벗어나는 중, 19년 화학 눈높이 상향: S-Oil에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 13만원 을 유지한다. 4Q 유가/마진 동반 급락으로 최악의 분기 적자를 시현했다. 휘발유에 대한 기대치를 낮춰야 하는 것은 분명하지만 아시아 등경유의 단기 급락에도 견고한 미국 등경유, 타이트한 재고, 20년 IMO효과 등을 고려할 때 등경유 중심의 시황 개선을 전망한다. 또한 4Q18 화학 호조, 19년 ODC의 화학의 이익 기여 효과를 고려할 때 19년 화학 실적 눈높이 역시 높아질 것으로 판단한다.

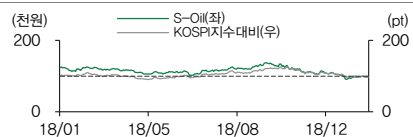
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	16,322	20,891	25,463	24,499	25,020
(증가율)	-8.8	28.0	21.9	-3.8	2.1
영업이익	1,617	1,373	680	1,593	1,636
(증가율)	97.8	-15.1	-50.5	134.1	2.7
순이익	1,205	1,246	334	1,148	1,179
EPS	10,494	10,870	2,876	9,988	10,259
PER (H/L)	9.4/6.5	12.3/7.4	34.0	9.9	9.6
PBR (H/L)	1.8/1.3	2.3/1.4	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (H/L)	6.2/4.5	10.7/7.2	15.7	7.6	7.3
영업이익률	9.9	6.6	2.7	6.5	6.5
ROE	20.5	18.8	4.9	16.2	15.6

Stock Data

52주 최저/최고	91,000/137,500원
KOSDAQ /KOSPI	714/2,177pt
시가총액	111,457억원
60일-평균거래량	299,029
외국인지분율	78.6%
60일-외국인지분율변동추이	-0.4%p
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 11인 63.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	1.3	-20.8	-14.3
상대기준	-5.0	-26.3	1.4

도표 1. S-Oil 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018P	2019E	2020E
연결 매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	5,835	6,273	6,034	6,358	25,463	24,499	25,020
%YoY	4.1	28.7	37.9	18.0	7.8	4.5	-16.1	-7.3	21.9	-3.8	2.1
%QoQ	-6.9	10.9	19.7	-4.5	-15.0	7.5	-3.8	5.4			
정유	4,341	4,754	5,728	5,303	4,402	4,731	4,700	4,970	20,126	18,803	19,495
화학	690	829	1,050	1,132	1,007	1,122	967	1,000	3,701	4,096	3,931
운할유	379	420	409	427	425	421	367	387	1,635	1,600	1,594
연결 영업이익	254	403	316	-292	420	412	196	565	680	1,593	1,636
%YoY	-23.7	243.3	-42.9	적전	64.9	2.4	-38.0	흑전	-50.5	134.1	2.7
%QoQ	-31.1	58.2	-21.6	적전	흑전	-1.7	-52.5	188.6			
정유	89	305	170	-502	157	174	7	357	63	695	855
화학	81	17	102	158	191	173	128	140	358	632	473
운할유	84	81	43	51	71	66	61	68	259	267	308
영업이익률	4.7	6.7	4.4	-4.3	7.2	6.6	3.2	8.9	2.7	6.5	6.5
정유	2.1	6.4	3.0	-9.5	3.6	3.7	0.1	7.2	0.3	3.7	4.4
화학	11.7	2.0	9.7	14.0	19.0	15.4	13.2	14.0	9.7	15.4	12.0
운할유	22.2	19.3	10.6	11.9	16.7	15.6	16.7	17.7	15.8	16.7	19.3

자료: S-Oil, DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유동자산	7,974	6,775	6,369	5,988	6,064
현금및현금성자산	767	480	917	415	384
매출채권및기타채권	1,326	1,751	1,910	1,959	2,012
재고자산	2,423	2,791	3,183	3,500	3,574
비유동자산	5,985	8,313	9,923	10,096	10,209
유형자산	5,711	7,969	9,588	9,768	9,887
무형자산	54	105	96	89	83
투자자산	123	125	125	125	125
자산총계	13,959	15,087	16,292	16,084	16,273
유동부채	4,833	4,544	5,718	5,561	5,304
매입채무및기타채무	2,169	2,776	2,581	2,534	2,577
단기차입금및단기차채	1,789	1,355	2,455	2,355	2,055
유동성장기부채	357	14	314	264	264
비유동부채	2,735	3,700	3,700	3,200	3,200
사채및차입금	2,564	3,475	3,475	2,975	2,975
부채총계	7,567	8,245	9,419	8,761	8,505
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,745	5,198	5,229	5,678	6,124
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	6,874	7,323	7,768

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	16,322	20,891	25,463	24,499	25,020
매출원가	14,021	18,783	24,196	22,341	22,807
매출총이익	2,301	2,108	1,267	2,158	2,213
판매비	684	735	587	565	577
영업이익	1,617	1,373	680	1,593	1,636
EBITDA	1,904	1,667	1,034	2,171	2,222
영업외손익	-42	271	-250	-63	-64
영업손익	-60	203	-124	-142	-143
투자손익	7	5	0	0	0
기타영업외손익	11	63	-126	79	79
세전이익	1,575	1,645	430	1,530	1,572
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	1,246	334	1,148	1,179
지배주주지분순이익	1,205	1,246	334	1,148	1,179
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	334	1,148	1,179
증감률(%YoY)					
매출액	-8.8	28.0	21.9	-3.8	2.1
영업이익	97.8	-15.1	-50.5	134.1	2.7
EPS	89.9	3.6	-73.5	247.3	2.7

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	1,722	1,143	348	1,099	1,790
당기순이익	1,205	1,246	334	1,148	1,179
현금유출이없는비용및수익	694	619	574	1,102	1,122
유형및무형자산상각비	287	294	353	578	586
영업관련자산부채변동	-188	-236	-463	-769	-118
매출채권및기타채권의감소	-110	-401	-159	-49	-53
재고자산의감소	-699	-369	-392	-317	-74
매입채무및기타채무의증가	530	616	-195	-47	43
투자활동현금흐름	-1,967	-832	-627	-577	-756
CAPEX	-1,064	-2,414	-1,964	-750	-700
투자자산의순증	17	4	0	0	0
재무활동현금흐름	811	-598	716	-1,025	-1,065
사채및차입금의 증가	1,154	91	1,400	-650	-300
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-210	-803	-617	-303	-699
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	566	-287	437	-503	-30
기초현금	201	767	480	917	415
기말현금	767	480	917	415	384

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	10,494	10,870	2,876	9,988	10,259
BPS	54,814	58,682	58,948	62,799	66,621
DPS	6,200	5,900	2,600	6,000	6,300
Multiple(배)					
P/E	8.1	10.8	34.0	9.9	9.6
P/B	1.5	2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	5.4	9.7	15.7	7.6	7.3
수익성(%)					
영업이익률	9.9	6.6	2.7	6.5	6.5
EBITDA마진	11.7	8.0	4.1	8.9	8.9
순이익률	7.4	6.0	1.3	4.7	4.7
ROE	20.5	18.8	4.9	16.2	15.6
ROA	9.7	8.6	2.1	7.1	7.3
ROC	18.6	12.6	4.9	9.8	9.7
안정성및기타					
부채비율(%)	118.4	120.5	137.0	119.6	109.5
이자보상배율(배)	28.7	23.6	10.1	22.2	24.8
배당성향(배)	57.9	53.3	87.7	58.9	60.1

자료: S-Oil DB 금융투자 주: FRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 게재된 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 것이거나 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 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
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	-26.4	-17.5					
18/09/05	1년경과		-27.5	-14.1					
19/01/15	Buy	130,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경