

S-Oil

BUY(유지)

010950 기업분석 | 정유

목표주가(유지)	120,000원	현재주가(04/24)	96,000원	Up/Downside	+25.0%
----------	----------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 04. 25

지금은 모든 악재가 반영되는 시점

News

1Q19 영업이익 2,704억원, 시장 기대치 상회: S-Oil의 1Q19 영업이익은 2,704억원(QoQ 흑전 /YoY+6.3%)으로 DB 추정치 1,883억원, 시장 컨센서스 2,423억원을 상회했다. 유가 상승(18.12월 평균 Dubai \$56.7→19.3월 평균 \$66.9)에 따른 재고평가이익이 2,000억원 발생하면서 추정치 1,400억원을 상회함에 따라 정유 실적이 예상치를 상회했으며, 화학 역시 정기보수에 따른 물량 감소에도 불구하고 4Q와 유사한 실적을 달성했기 때문이다. 윤활기유는 역대 공급 증가에 따른 spread 감소로 부진했다.

Comment

2Q19 영업이익 2,160억원 예상. 화학 PX 가동 차질 및 정유 비수기 돌입: 2Q 영업이익은 2,160억원(QoQ-20.1%/YoY-46.3%)으로 둔화될 것으로 전망한다. No.2 PX(110만톤) 정기보수가 설비문제 제로 장기화(3월~8월)됨에 따라 화학의 물량 감소 영향이 클 것으로 판단되고, 중국 PX 신규 가동에 따른 spread 축소로 QoQ 감익이 불가피하다. 정유 역시 No.2 RFCC 정기보수가 5월까지 이어지며, 동절기 난방기 성수기 종료, 미국 정제가동률의 반등 등으로 계절성이 악화되기에 유가 급등으로 위축된 정제마진의 반등은 어려울 것으로 예상된다.

Action

바닥을 지나는 상황, 단기는 어렵지만 하반기 이후 상황 반등에 주목: 실적 추정치 변경이 크지 않아 S-Oil에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 12만원을 유지한다. 공급 부담, 부진한 수요, 급등한 원가, 정기보수까지 겹치며 단기 상황은 분명 부진하다. 하지만 가동차질은 하반기 정상화되며, 단기적으로 악화되고 있는 계절성은 7월 이후 반전된다. 아시아 정유사를 짓누르는 WTI-Dubai spread는 하반기 미국 원유 수출이 증가할수록 축소될 것으로 예상하며, 20년초 IMO가 시행된다. 단기는 어렵지만 하반기 이후 상황 반등에 주목할 필요가 있다.

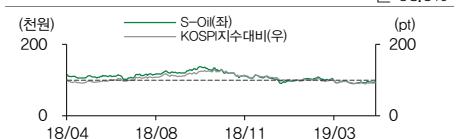
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	20,891	25,463	24,751	25,483	24,184
(증가율)	28.0	21.9	-2.8	3.0	-5.1
영업이익	1,373	639	1,093	1,531	1,222
(증가율)	-15.1	-53.4	70.9	40.1	-20.2
순이익	1,246	258	735	1,094	888
EPS	10,870	2,266	6,417	9,552	7,748
PER (H/L)	12.3/7.4	61.4/42.9	15.0	10.1	12.4
PBR (H/L)	2.3/1.4	2.5/1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (H/L)	10.7/7.2	21.7/17.1	9.9	7.6	8.7
영업이익률	6.6	2.5	4.4	6.0	5.1
ROE	18.8	3.9	11.0	15.4	11.7

Stock Data

52주 최저/최고	89,600/137,500원
KOSDAQ /KOSPI	758/2,201pt
시가총액	108,079억원
60일-평균거래량	370,928
외국인지분율	79.1%
60일-외국인지분율변동추이	+0.5%p
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 12인 63.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-0.1	-1.8	-16.5
상대기준	-0.7	-4.3	-6.5

도표 1. S-Oil 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	5,426	6,274	6,492	6,559	25,463	24,751	25,483
%YoY	4.1	28.7	37.9	18.0	0.3	4.5	-9.7	-4.4	21.9	-2.8	3.0
%QoQ	-6.9	10.9	19.7	-4.5	-20.9	15.6	3.5	1.0			
정유	4,341	4,754	5,728	5,303	4,074	5,035	5,136	5,089	20,126	19,335	19,857
화학	690	829	1,050	1,132	987	777	945	1,063	3,701	3,772	3,947
운할유	379	420	409	427	365	462	410	407	1,635	1,644	1,679
연결 영업이익	254	403	316	-334	270	216	110	497	639	1,093	1,531
%YoY	-23.7	243.3	-42.9	적전	6.3	-46.3	-65.2	흑전	-53.5	71.0	40.1
%QoQ	-31.1	58.2	-21.6	적전	흑전	-20.1	-49.2	352.4			
정유	89	305	170	-532	96	84	-77	281	33	383	733
화학	81	17	102	151	148	81	128	152	351	509	514
운할유	84	81	43	47	27	52	59	64	256	202	283
영업이익률	4.7	6.7	4.4	-4.9	5.0	3.4	1.7	7.6	2.5	4.4	6.0
정유	2.1	6.4	3.0	-10.0	2.3	1.7	-1.5	5.5	0.2	2.0	3.7
화학	11.7	2.0	9.7	13.4	14.9	10.4	13.6	14.3	9.5	13.5	13.0
운할유	22.2	19.3	10.6	11.1	7.5	11.2	14.4	15.7	15.6	12.3	16.9

자료: S-Oil, DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,775	5,855	5,732	5,592	5,529
현금및현금성자산	480	665	723	449	730
매출채권및기타채권	1,751	1,935	1,840	1,886	1,775
재고자산	2,791	3,139	3,094	3,185	2,951
비유동자산	8,313	10,101	10,255	10,586	11,205
유형자산	7,969	9,741	9,951	10,289	10,913
무형자산	105	104	96	89	84
투자자산	125	120	73	73	73
자산총계	15,087	15,955	15,987	16,179	16,734
유동부채	4,544	5,789	5,759	5,716	5,871
매입채무및기타채무	2,776	2,700	2,761	2,817	2,873
단기차입금및단기차입금	1,355	2,359	2,259	1,959	1,959
유동성장기부채	14	576	526	526	526
비유동부채	3,700	3,697	3,397	3,097	3,097
사채및장기차입금	3,475	3,401	3,101	2,801	2,801
부채총계	8,245	9,486	9,156	8,812	8,968
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	5,198	4,823	5,185	5,720	6,120
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,843	6,469	6,831	7,366	7,766

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,143	-288	1,360	1,786	2,097
당기순이익	1,246	258	735	1,094	888
현금유출이없는비용및수익	619	799	930	1,059	918
유형및무형자산상각비	294	354	548	568	582
영업관련자산부채변동	-236	-882	-72	-21	570
매출채권및기타채권의감소	-401	-112	95	-46	111
재고자산의감소	-369	-591	45	-92	235
매입채무및기타채무의증가	616	-290	60	57	56
투자활동현금흐름	-832	-415	-731	-969	-1,187
CAPEX	-2,414	-2,041	-750	-900	-1,200
투자자산의순증	4	8	51	3	3
재무활동현금흐름	-598	888	-570	-1,092	-628
사채및장기차입금의 증가	91	1,561	-450	-600	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-803	-617	-41	-419	-559
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	-287	184	59	-274	282
기초현금	767	480	665	723	449
기말현금	480	665	723	449	730

자료: S-Oil DB 금융투자 주: FRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	20,891	25,463	24,751	25,483	24,184
매출원가	18,783	24,200	23,052	23,328	22,370
매출총이익	2,108	1,263	1,699	2,155	1,814
판매비	735	624	606	624	592
영업이익	1,373	639	1,093	1,531	1,222
EBITDA	1,667	994	1,641	2,099	1,803
영업외손익	271	-308	-126	-92	-53
금융손익	203	-121	-152	-148	-59
투자손익	5	4	3	3	3
기타영업외손익	63	-191	23	53	3
세전이익	1,645	332	967	1,439	1,169
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,246	258	735	1,094	888
지배주주지분순이익	1,246	258	735	1,094	888
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,254	244	735	1,094	888
증감률(%YoY)					
매출액	28.0	21.9	-2.8	3.0	-5.1
영업이익	-15.1	-53.4	70.9	40.1	-20.2
EPS	3.6	-79.2	183.2	48.9	-18.9

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

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	10,870	2,266	6,417	9,552	7,748
BPS	58,682	55,480	58,586	63,174	66,599
DPS	5,900	750	3,200	4,800	4,200
Multiple(배)					
P/E	10.8	43.1	15.0	10.1	12.4
P/B	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.7	17.1	9.9	7.6	8.7
수익성(%)					
영업이익률	6.6	2.5	4.4	6.0	5.1
EBITDA마진	8.0	3.9	6.6	8.2	7.5
순이익률	6.0	1.0	3.0	4.3	3.7
ROE	18.8	3.9	11.0	15.4	11.7
ROA	8.6	1.7	4.6	6.8	5.4
ROIC	12.6	4.6	6.8	9.4	7.4
안정성및기타					
부채비율(%)	120.5	146.6	134.0	119.6	115.5
이자보상배율(배)	23.6	8.8	13.8	21.1	17.7
배당성향(배)	53.3	32.7	49.0	49.4	53.2

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 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자이전은 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 투자이전은 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 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
17/04/10	Buy	115,000	-12.6 -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	-24.3 -16.2				
19/04/11	Buy	120,000	-				

주: *표는 담당자 변경