

# S-Oil

# BUY(유지)

010950 기업분석 | 정유

목표주가(유지)	120,000원	현재주가(07/24)	94,500원	Up/Downside	+27.0%
----------	----------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 07. 25

## 비중을 늘려야 할 시점

### News

**2Q19 영업적자 905억원, 기대치 하회:** S-O일은 2Q19 영업적자 905억원을 시현하면서 BEP 수준을 예상한 시장 컨센서스를 하회했다. 재고평가이익이 20억원 발생(당초 400억원 내외의 재고평가 손실 예상했음)에도 부진했던 정제마진 (-)lagging 효과 등으로 인해 정유가 -1,361억원을 시현했다. 화확은 No.2 PX 보수 진행(3월~7월), ODC(PP/PO) 가동률이 50%를 하회하면서 역시 BEP 수준의 부진한 실적을 시현했다.(no.2 PX 보수에 따른 기회비용 400억원 수준) 유행가유는 정기보수 영향이 줄어들며 1Q 대비 개선되었다.

### Comment

**반등하고 있는 정제마진, 다만 이익의 본격적인 개선은 4Q부터:** 3Q 영업이익은 1,301억원(QoQ 흑전/YoY-59%)으로 전망한다. 당사는 3Q에 예정되어 있는 미국 Permian 파이프라인 가동에 따라 유가의 약세를 가정했기에 7월에 나타난 정제마진의 반등이 3Q 실적의 의미 있는 개선으로 이어지기 어렵다고 판단한다. 본격적인 이익 반등은 4Q다.(4Q 영업이익 4,950억원 예상) 19년 연간에 걸쳐 기회비용을 내고 있는 대규모 보수가 마무리되고 7월부터 나타나고 있는 정제마진 반등세가 이어지면서 마진 개선에 따른 이익 개선이 4Q에 집중될 것으로 전망한다.

### Action

**비중확대 시점. 단기 마진 변동성은 커질 것으로 예상되지만 반등 추세는 이어질 것:** 정유사 주가는 정제마진과 퀘를 함께 한다. 7월 급등한 정제마진은 B-C의 초강세를 동반했다는 점에서 변동성이 커질 것으로 판단한다.(B-C 강세는 단기에 그칠 가능성이 높다.) 하지만 1)등경유 계절성 반등, 2)미국 원유 수출 증가에 따른 WTI-Dubai discount 축소, 3)MO 이전 재고비축효과 등을 고려할 때 20년초까지 정제마진 반등 추세는 이어질 것으로 전망한다. 부진한 시기에 극심한 가동률 조정까지 겪었지만 이제는 실적의 급반등 가능성을 염두 할 때다. 투자 의견 Buy, 목표주가 12만원을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
(단위: 십억원, 원, 백 %)																			
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	80,300/137,500원												
매출액	20,891	25,463	24,877	26,394	25,436	KOSDAQ /KOSPI	660/2,082pt												
(증가율)	28.0	21.9	-2.3	6.1	-3.6	시가총액	106,391억원												
영업이익	1,373	639	805	1,676	1,380	60일-평균거래량	281,098												
(증가율)	-15.1	-53.4	25.9	108.2	-17.6	외국인지분율	78.8%												
순이익	1,246	258	420	1,189	968	60일-외국인지분율변동추이	-0.2%p												
EPS	10,870	2,266	3,683	10,391	8,464	주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 11인 63.5%												
PER (H/L)	12.3/7.4	61.4/42.9	25.7	9.1	11.2														
PBR (H/L)	2.3/1.4	2.5/1.8	1.6	1.5	1.4	<table border="1"> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> <tr> <td>절대기준</td> <td>13.6</td> <td>-1.6</td> <td>-16.4</td> </tr> <tr> <td>상口기준</td> <td>16.0</td> <td>4.1</td> <td>-8.4</td> </tr> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	13.6	-1.6	-16.4	상口기준	16.0	4.1	-8.4
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	13.6	-1.6	-16.4																
상口기준	16.0	4.1	-8.4																
EV/EBITDA (H/L)	10.7/7.2	21.7/17.1	12.0	7.1	8.1														
영업이익률	6.6	2.5	3.2	6.3	5.4														
ROE	18.8	3.9	6.4	16.9	12.8														

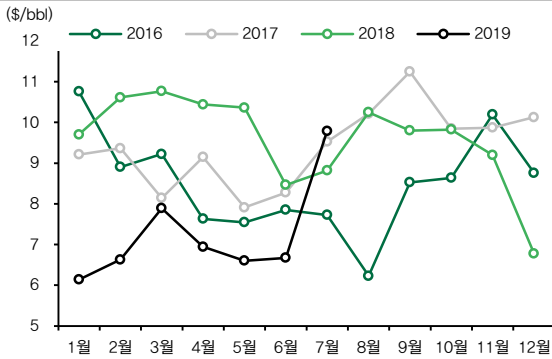
도표 1. S-Oil 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	5,426	6,257	6,341	6,852	25,463	24,877	26,394
%YoY	4.1	28.7	37.9	18.0	0.3	4.2	-11.8	-0.1	21.9	-2.3	6.1
%QoQ	-6.9	10.9	19.7	-4.5	-20.9	15.3	1.3	8.0			
정유	4,341	4,754	5,728	5,303	4,074	5,002	5,086	5,367	20,126	19,529	20,721
화학	690	829	1,050	1,132	987	911	862	1,076	3,701	3,836	4,057
운활유	379	420	409	427	365	344	393	410	1,635	1,512	1,617
연결 영업이익	254	403	316	-334	270	-91	130	495	639	805	1,676
%YoY	-23.7	243.3	-42.9	적전	6.3	적전	-58.8	흑전	-53.5	25.9	108.2
%QoQ	-31.1	58.2	-21.6	적전	흑전	적전	흑전	280.3			
정유	89	305	170	-532	91	-136	-4	323	33	273	979
화학	81	17	102	151	151	4	86	115	351	356	468
운활유	84	81	43	47	28	41	49	58	256	176	228
영업이익률	4.7	6.7	4.4	-4.9	5.0	-1.4	2.1	7.2	2.5	3.2	6.3
정유	2.1	6.4	3.0	-10.0	2.2	-2.7	-0.1	6.0	0.2	1.4	4.7
화학	11.7	2.0	9.7	13.4	15.3	0.5	9.9	10.7	9.5	9.3	11.5
운활유	22.2	19.3	10.6	11.1	7.8	12.0	12.4	14.1	15.6	11.6	14.1

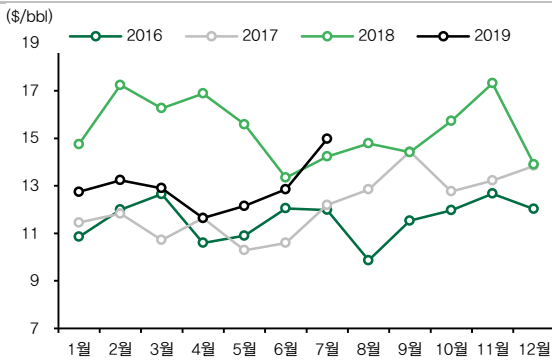
자료: S-Oil, DB금융투자

도표 2. 월별 S-Oil 정제마진: 7월 급등



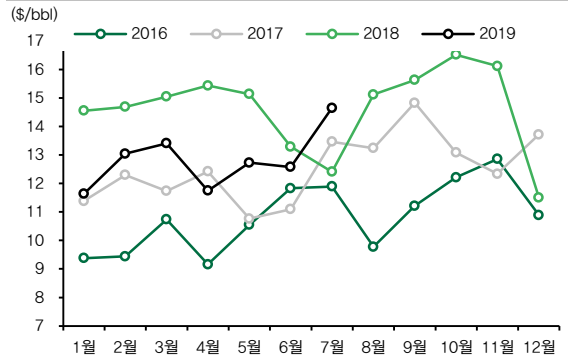
자료: Bloomberg, Petronet, DB 금융투자

도표 4. 월별 항공유 마진: 7월 반등, 연말까지 계절성 반등



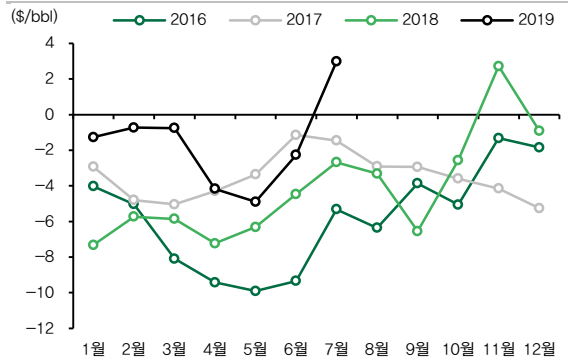
자료: Bloomberg, Petronet, DB 금융투자

도표 3. 월별 경유 마진: 7월 반등, 연말까지 계절성 반등



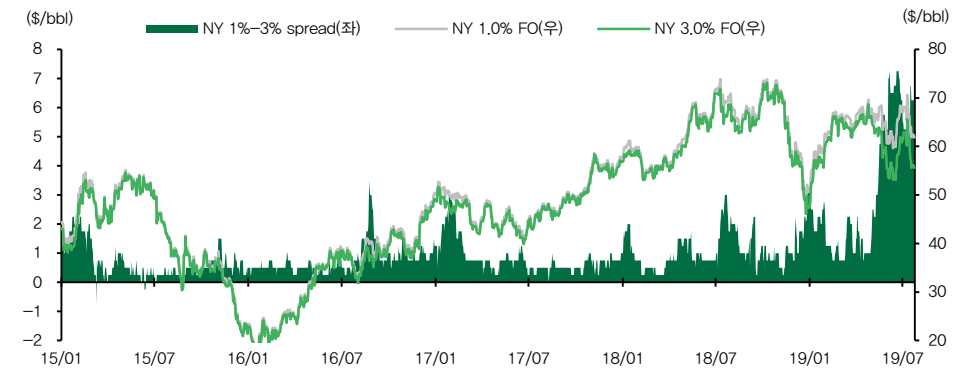
자료: Bloomberg, Petronet, DB 금융투자

도표 5. 월별 B-C 마진: 7월 예상 밖 급등, 반락 예상



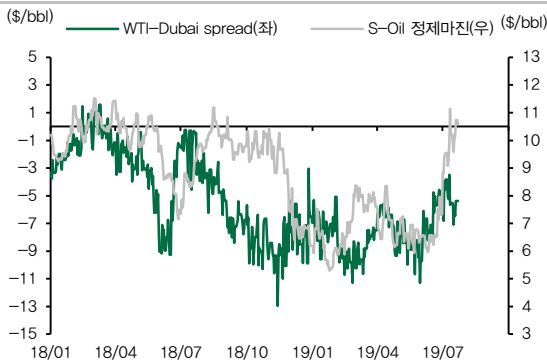
자료: Bloomberg, Petronet, DB 금융투자

도표 6. 미국 LSFO(1%) - HSFO(3%) spread는 \$6/bbl 까지 확대



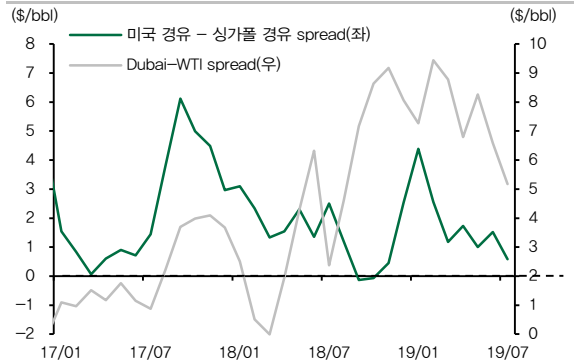
자료: Bloomberg, Petronet, DB 금융투자

도표 7. WTI-Dubai spread와 정제마진 추이 유사



자료: Bloomberg, Petronet, DB 금융투자

도표 8. WTI-Dubai spread 축소→미국/싱가폴 마진 갭 축소



자료: Bloomberg, Petronet, DB 금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	6,775	5,855	6,457	6,689	6,734
현금및현금성자산	480	665	1,136	1,339	1,572
매출채권및기타채권	1,751	1,935	1,819	1,900	1,842
재고자산	2,791	3,139	3,317	3,285	3,163
비유동자산	8,313	10,101	10,282	10,455	10,876
유형자산	7,969	9,741	9,931	10,110	10,536
무형자산	105	104	96	89	84
투자자산	125	120	120	120	120
자산총계	15,087	15,955	16,794	17,198	17,664
유동부채	4,544	5,789	6,117	5,915	5,878
매입채무및기타채무	2,776	2,700	2,669	2,766	2,729
단기차입금및단기차채	1,355	2,359	2,509	2,209	2,209
유동성장기부채	14	576	726	726	726
비유동부채	3,700	3,697	3,962	3,962	3,962
사채및장기차입금	3,475	3,401	3,501	3,501	3,501
부채총계	8,245	9,486	10,079	9,876	9,839
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	5,198	4,823	5,069	5,676	6,178
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,843	6,469	6,715	7,322	7,824

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	1,143	-288	945	1,610	1,795
당기순이익	1,246	258	420	1,189	968
현금유출이없는비용및수익	619	799	756	1,018	944
유형및무형자산상각비	294	354	568	578	579
영업관련자산부채변동	-236	-882	-113	-222	188
매출채권및기타채권의감소	-401	-112	116	-82	58
재고자산의감소	-369	-591	-178	31	122
매입채무및기타채무의증가	616	-290	-32	98	-37
투자활동현금흐름	-832	-415	-713	-707	-966
CAPEX	-2,414	-2,041	-750	-750	-1,000
투자자산의순증	4	8	0	0	0
재무활동현금흐름	-598	888	298	-700	-596
사채및차입금의 증가	91	1,561	400	-300	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-803	-617	-18	-314	-512
기타현금흐름	0	0	-58	0	0
현금의증가	-287	184	472	203	232
기초현금	767	480	665	1,136	1,339
기말현금	480	665	1,136	1,339	1,572

자료: S-Oil, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	20,891	25,463	24,877	26,394	25,436
매출원가	18,783	24,200	23,524	24,137	23,495
매출총이익	2,108	1,263	1,353	2,257	1,940
판매비	735	624	548	581	560
영업이익	1,373	639	805	1,676	1,380
EBITDA	1,667	994	1,373	2,254	1,959
영업외손익	271	-308	-266	-112	-106
금융손익	203	-121	-69	65	-59
투자손익	5	4	0	0	0
기타영업외손익	63	-191	-197	-47	-47
세전이익	1,645	332	539	1,565	1,274
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,246	258	420	1,189	968
지배주주지분순이익	1,246	258	420	1,189	968
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,254	244	420	1,189	968
증감률(%YoY)					
매출액	28.0	21.9	-2.3	6.1	-3.6
영업이익	-15.1	-53.4	25.9	108.2	-17.6
EPS	3.6	-79.2	62.6	182.1	-18.5

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

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	10,870	2,266	3,683	10,391	8,464
BPS	58,682	55,480	57,588	62,792	67,102
DPS	5,900	750	1,500	5,000	4,000
Multiple(배)					
P/E	10.8	43.1	25.7	9.1	11.2
P/B	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.7	17.1	12.0	7.1	8.1
수익성(%)					
영업이익률	6.6	2.5	3.2	6.3	5.4
EBITDA마진	8.0	3.9	5.5	8.5	7.7
순이익률	6.0	1.0	1.7	4.5	3.8
ROE	18.8	3.9	6.4	16.9	12.8
ROA	8.6	1.7	2.6	7.0	5.6
ROIC	12.6	4.6	5.1	10.1	8.2
안정성및기타					
부채비율(%)	120.5	146.6	150.1	134.9	125.8
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
배당성향(배)	53.3	32.7	40.2	47.3	46.5

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 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과의 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

기업 투자자의견은 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 투자자의견은 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 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
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