

# S-Oil

# BUY(유지)

010950 기업분석 | 정유

목표주가(유지)	130,000원	현재주가(10/22)	100,500원	Up/Downside	+29.4%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 10. 24

## 시장 기대치 상회는 지금부터

### News

**3Q19 영업이익 2,307억원, 시장 기대치 상회:** S-Oil의 3Q 영업이익은 2,307억원(QoQ 흑전/YoY -26.9%)으로 시장 컨센서스 1,957억원을 상회했다. 6월 평균 유가(\$61.7)와 9월 평균 유가(\$61.1)의 차이가 크지 않아 재고관련손실이 크지 않을 것으로 예상했지만 재고관련손실 650억원이 반영되었다. 그럼에도 불구하고 정유 부문은 정제마진 상승과 고도화설비 가동률 상승 등으로 997억원을 시현하면서 우리 추정치 550억원을 상회했다. 화학 부문은 PX spread 부진에도 ODC 및 no.2 PX 가동률 상승으로 2Q 대비 개선되었다.(794억원) 유탄기유 역시 가동률 상승으로 개선되었다.(516억원)

### Comment

**정제마진의 질이 개선되고 있다:** 4Q 영업이익은 3,783억원(QoQ+64%/YoY 흑전)으로 분기 실적 개선 추세가 가팔라질 것으로 예상된다. S-Oil 기준 정제마진은 3Q \$9.8→10월 누적 \$10.6로 개선되었다. 9월 \$10.8 대비로는 소폭 하락했지만 11월 이후 본격화되는 IMO 효과 및 후호적인 등경유 계절성으로 인해 정제마진의 추세 상승을 전망하기에 정유 부문의 실적 개선 폭이 커질 것으로 판단한다. 10월 이후 -\$10 이하로 폭락한 B-C(HSFO)가 본격적으로 투입되는 RUC/ODC, 유탄기유 수익성이 추가로 개선될 가능성까지 고려한다면 시장 기대치 상회 추세가 이어질 것이라 예상된다.

### Action

**실적 부진의 골이 깊었던 만큼 반등 폭도 크다:** S-Oil에 대한 투자이견 Buy, 목표주가 13만원, 정유 최선호 의견을 유지한다. RUC/ODC 정상 가동 지연, no.2 PX의 장기간의 보수 등으로 부진한 시황과 가동 차질 시기가 겹치면서 실적 부진 폭이 컸다. 다행히 시황 개선 시점과 설비들의 가동 정상화 시점이 맞물리면서 실적 개선 폭이 가장 클 것으로 예상된다. 정제마진의 overshooting 가능성, HSFO 급락에 따른 고도화 수익성 개선 등을 고려할 때 여전히 비중확대에 나설 것을 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
(단위: 십억원 원 배 %)																			
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	80,300/130,500원												
매출액	20,891	25,463	24,673	25,679	25,367	KOSDAQ /KOSPI	656/2,089pt												
(증가율)	28.0	21.9	-3.1	4.1	-1.2	시가총액	113,146억원												
영업이익	1,373	639	789	1,696	1,379	60일-평균거래량	257,860												
(증가율)	-15.1	-53.4	23.4	115.0	-18.7	외국인지분율	80.0%												
순이익	1,246	258	327	1,200	963	60일-외국인지분율변동추이	+1.2%p												
EPS	10,870	2,266	2,860	10,487	8,415	주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 11인 63.5%												
PER (H/L)	12.3/7.4	61.4/42.9	35.1	9.6	11.9														
PBR (H/L)	2.3/1.4	2.5/1.8	1.8	1.6	1.5	<table border="1"> <tr> <th>주기상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> <tr> <td>절대기준</td> <td>-1.5</td> <td>9.0</td> <td>-22.1</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>-1.3</td> <td>9.2</td> <td>-19.4</td> </tr> </table>		주기상승률	1M	3M	12M	절대기준	-1.5	9.0	-22.1	상대기준	-1.3	9.2	-19.4
주기상승률	1M	3M	12M																
절대기준	-1.5	9.0	-22.1																
상대기준	-1.3	9.2	-19.4																
EV/EBITDA (H/L)	10.7/7.2	21.7/17.1	12.9	7.6	8.6														
영업이익률	6.6	2.5	3.2	6.6	5.4														
ROE	18.8	3.9	5.0	17.3	12.8														

도표 1. S-Oil 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	5,426	6,257	6,235	6,755	25,463	24,673	25,679
%YoY	4.1	28.7	37.9	18.0	0.3	4.2	-13.3	-1.6	21.9	-3.1	4.1
%QoQ	-6.9	10.9	19.7	-4.5	-20.9	15.3	-0.4	8.3			
정유	4,341	4,754	5,728	5,303	4,074	5,002	4,869	5,339	20,126	19,284	20,024
화학	690	829	1,050	1,132	987	911	962	1,008	3,701	3,868	4,058
운할유	379	420	409	427	365	344	403	408	1,635	1,520	1,597
연결 영업이익	254	403	316	-334	270	-91	231	378	639	789	1,696
%YoY	-23.7	243.3	-42.9	적전	6.3	적전	-26.9	흑전	-53.5	23.4	115.0
%QoQ	-31.1	58.2	-21.6	적전	흑전	적전	흑전	64.0			
정유	89	305	170	-532	91	-136	100	229	33	283	996
화학	81	17	102	151	151	4	79	88	351	323	443
운할유	84	81	43	47	28	41	52	61	256	183	257
영업이익률	4.7	6.7	4.4	-4.9	5.0	-1.4	3.7	5.6	2.5	3.2	6.6
정유	2.1	6.4	3.0	-10.0	2.2	-2.7	2.0	4.3	0.2	1.5	5.0
화학	11.7	2.0	9.7	13.4	15.3	0.5	8.3	8.7	9.5	8.4	10.9
운할유	22.2	19.3	10.6	11.1	7.8	12.0	12.8	15.0	15.6	12.0	16.1

자료: S-Oil, DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	6,775	5,855	6,539	7,062	7,153
현금및현금성자산	480	665	1,320	1,660	1,942
매출채권및기타채권	1,751	1,935	1,965	2,022	1,944
재고자산	2,791	3,139	3,084	3,210	3,095
비유동자산	8,313	10,101	10,270	10,430	10,833
유형자산	7,969	9,741	9,918	10,086	10,494
무형자산	105	104	96	89	84
투자자산	125	120	120	120	120
자산총계	15,087	15,955	16,863	17,547	18,040
유동부채	4,544	5,789	6,321	6,387	6,384
매입채무및기타채무	2,776	2,700	2,392	2,459	2,455
단기차입금및담기채	1,355	2,359	2,929	2,929	2,929
유동성장기부채	14	576	846	846	846
비유동부채	3,700	3,697	3,897	3,897	3,897
사채및장기차입금	3,475	3,401	3,601	3,601	3,601
부채총계	8,245	9,486	10,218	10,284	10,281
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	5,198	4,823	4,999	5,616	6,113
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,843	6,469	6,645	7,263	7,760

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	20,891	25,463	24,673	25,679	25,367
매출원가	18,783	24,200	23,265	23,339	23,352
매출총이익	2,108	1,263	1,407	2,340	2,015
판매비	735	624	618	644	636
영업이익	1,373	639	789	1,696	1,379
EBITDA	1,667	994	1,370	2,285	1,976
영업외손익	271	-308	-359	-117	-112
금융손익	203	-121	-72	-70	-65
투자손익	5	4	0	0	0
기타영업외손익	63	-191	-287	-47	-47
세전이익	1,645	332	430	1,579	1,267
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,246	258	327	1,200	963
자배주주지분순이익	1,246	258	327	1,200	963
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,254	244	327	1,200	963
총감률(%YoY)					
매출액	28.0	21.9	-3.1	4.1	-1.2
영업이익	-15.1	-53.4	23.4	115.0	-18.7
EPS	3.6	-79.2	26.3	266.6	-19.8

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

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	1,143	-288	503	1,440	1,929
당기순이익	1,246	258	327	1,200	963
현금유출이없는비용및수익	619	799	756	1,039	966
유형및무형자산상각비	294	354	581	589	597
영업관련자산부채변동	-236	-882	-477	-419	304
매출채권및기타채권의감소	-401	-112	-31	-56	78
재고자산의감소	-369	-591	55	-126	115
매입채무및기타채무의증가	616	-290	-308	66	-4
투자활동현금흐름	-832	-415	-711	-725	-970
CAPEX	-2,414	-2,041	-750	-750	-1,000
투자자산의순증	4	8	0	0	0
재무활동현금흐름	-598	888	922	-375	-678
사채및차입금의 증가	91	1,561	1,040	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-803	-617	-29	-280	-582
기타현금흐름	0	0	-58	0	0
현금의증가	-287	184	656	340	282
기초현금	767	480	665	1,320	1,660
기말현금	480	665	1,320	1,660	1,942

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당자료(원)					
EPS	10,870	2,266	2,860	10,487	8,415
BPS	58,682	55,480	56,987	62,284	66,546
DPS	5,900	750	1,300	5,000	4,000
Multiple(배)					
P/E	10.8	43.1	35.1	9.6	11.9
P/B	2.0	1.8	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.7	17.1	12.9	7.6	8.6
수익성(%)					
영업이익률	6.6	2.5	3.2	6.6	5.4
EBITDA마진	8.0	3.9	5.6	8.9	7.8
순이익률	6.0	1.0	1.3	4.7	3.8
ROE	18.8	3.9	5.0	17.3	12.8
ROA	8.6	1.7	2.0	7.0	5.4
ROIC	12.6	4.6	4.8	10.0	8.0
안정성및기타					
부채비율(%)	120.5	146.6	153.8	141.6	132.5
이자보상배율(배)	23.6	8.8	8.9	17.7	14.4
배당성향(배)	53.3	32.7	44.7	46.9	46.8

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 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 게재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 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 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 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
17/09/05	Buy	160,000	-26.4	-17.5					
18/09/05		1년결과	-27.5	-14.1					
19/01/15	Buy	130,000	-24.3	-16.2					
19/04/11	Buy	120,000	-25.0	-14.2					
19/09/30	Buy	130,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경; \*표는 담당자 변경