

S-Oil

BUY(유지)

010950 기업분석 | 정유

목표주가(하향)	73,000원	현재주가(07/24)	61,700원	Up/Downside	+18.3%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 07. 27

더딘 시황 반등

News

2Q20 영업적자 1,643억원, 시장 기대치 하회: S-Oil의 2Q 영업실적은 -1,643억원으로 시장 컨센서스 -1,144억원을 하회했다. 유가 반등(20.3월 평균 Dubai \$34/bbl→6월 평균 \$41/bbl)에도 추가 재고평가손실 1,700억원 인식으로 정유 부문은 3,587억원 적자를 시현하며 추경치를 크게 하회했다. 전반적인 가동률 조정에도 화학은 유가/납사 급락에 따른 spread 확대로 911억원으로 1Q 대비 개선되었으며 유탄유 역시 판매물량은 감소했지만 그룹 II/III 집중에 따른 mix 개선으로 1,033억원(영업이익률 38%)의 호실적을 시현했다.

Comment

여전히 더딘 시황 반등: 3Q 영업이익은 1,186억원(QoQ 흑전/YoY-48.6%)을 전망한다. COVID-19에 따른 수요 부진이 장기화되고 있으며 항공유/휘발유 부진→상대적으로 수요가 견조한 기타 석유 제품 생산량 확대에 따른 공급 부담 등의 악순환이 나타나며 S-Oil 북합정제마진은 1Q \$5.7/bbl→2Q \$1.9/bbl→20.7월 누적 \$2.6/bbl로 여전히 부진하다. 다만 재고평가손실 제거, 긍정적인 래깅효과 등으로 3Q 정유 실적은 BEP에 근접할 것으로 전망한다. 화학은 PX/BZ spread 급락에 따른 영향으로 QoQ 감익을 예상하며 유탄유 역시 원가 상승에 따라 소폭 감익이 예상된다.

Action

정상화 수준에 대한 고민 필요: S-Oil target P/B는 1.4배(적자를 시현했던 14년 평균 P/B)를 유지하나 수익 추정치 하락에 따라 21년 BPS를 51,859원으로 조정하고 목표주가를 7.3만원으로 하향한다. 수요 정상화 속도가 지연되고 있으며 수요 shock 대비 글로벌 정유사들의 가동률 조정 규모가 크지 않음에 따라 석유 제품 재고가 누적되고 있는 점이 부담스럽다. 산재된 재고는 추후 마진 반등 폭을 더디게 만들 요소이며 따라서 정상화되는 시간이 더욱 지연될 수 있음을 염두하자.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data			
	(단위: 십억원 원 배 %)								
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	48,500/106,000원		
매출액	25,463	24,394	17,467	18,925	19,705	KOSDAQ /KOSPI	795/2,200pt		
(증가율)	21.9	-4.2	-28.4	8.3	4.1	시가총액	69,464억원		
영업이익	639	420	-824	781	852	60일-평균거래량	539,000		
(증가율)	-53.4	-34.3	적전	흑전	9.1	외국인지분율	74.7%		
순이익	258	65	-743	433	472	60일-외국인지분율변동추이	-0.9%p		
EPS	2,266	581	-6,600	3,806	4,131	주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 11인 63.5%		
PER (H/L)	61.4/42.9	191.0/137.5	NA	16.3	15.1				
PBR (H/L)	2.5/1.8	2.0/1.4	1.3	1.2	1.1	주가상승률			
EV/EBITDA (H/L)	21.7/17.1	18.1/14.9	NA	9.4	9.5	1M	3M	12M	
영업이익률	2.5	1.7	-4.7	4.1	4.3	절대기준	-7.6	-12.2	-34.7
ROE	3.9	1.0	-12.1	7.3	7.6	상대기준	-9.3	-24.7	-38.2

도표 1. S-Oil 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
연결 매출액	5,426	6,257	6,234	6,476	5,198	3,452	4,183	4,634	24,394	17,467	18,925
%YoY	0.3	4.2	-13.3	-5.6	-4.2	-44.8	-32.9	-28.5	-4.2	-28.4	8.3
%QoQ	-20.9	15.3	-0.4	3.9	-19.7	-33.6	21.2	10.8			
정유	4,074	5,002	4,869	5,058	3,956	2,591	3,191	3,586	19,003	13,324	14,560
화학	987	911	962	1,015	808	589	648	720	3,875	2,764	2,980
운할유	365	344	403	404	434	271	344	329	1,516	1,378	1,384
연결 영업이익	270	-91	231	9	-1,007	-164	119	229	420	-824	781
%YoY	6.3	적전	-26.9	흑전	적전	적지	-48.6	2315.4	-34.3	적전	흑전
%QoQ	흑전	적전	흑전	-95.9	적전	적지	흑전	93.3			
정유	91	-136	100	-107	-1,190	-359	-36	80	-52	-1,505	119
화학	151	4	79	21	66	91	65	77	256	300	330
운할유	28	41	52	96	116	103	89	72	217	381	333
영업이익률	5.0	-1.4	3.7	0.1	-19.4	-4.8	2.8	4.9	1.7	-4.7	4.1
정유	2.2	-2.7	2.0	-2.1	-30.1	-13.8	-1.1	2.2	-0.3	-11.3	0.8
화학	15.3	0.5	8.2	2.0	8.2	15.5	10.1	10.7	6.6	10.8	11.1
운할유	7.8	12.0	12.8	23.7	26.8	38.1	26.0	22.0	14.3	27.7	24.0

자료: S-Oil, DB 금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	5,855	5,629	5,479	5,908	5,924
현금및현금성자산	665	291	1,384	1,576	1,506
매출채권및기타채권	1,820	1,564	1,331	1,411	1,485
재고자산	3,139	3,196	2,183	2,337	2,484
비유동자산	10,101	10,705	10,745	10,779	11,620
유형자산	9,741	10,139	10,188	10,228	11,074
무형자산	104	101	93	87	81
투자자산	120	129	129	129	129
자산총계	15,955	16,333	16,524	16,988	17,843
유동부채	5,789	5,749	6,382	6,552	6,634
매입채무및기타채무	2,700	2,733	2,067	2,237	2,319
단기차입금및단기차액	2,359	2,320	3,620	3,620	3,620
유동성장기부채	576	505	505	505	505
비유동부채	3,697	4,088	4,388	4,388	4,888
사채및장기차입금	3,401	3,555	3,855	3,855	4,355
부채총계	9,486	9,837	10,770	10,941	11,522
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,823	4,848	4,105	4,398	4,672
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,469	6,497	5,754	6,047	6,321

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	25,463	24,394	17,467	18,925	19,705
매출원가	24,200	23,347	17,791	17,602	18,290
매출총이익	1,263	1,047	-324	1,322	1,415
판관비	624	627	500	541	564
영업이익	639	420	-824	781	852
EBITDA	995	1,033	-164	1,447	1,511
영업외손익	-308	-309	-272	-233	-239
금융손익	-121	-242	-171	-170	-176
투자손익	4	3	0	0	0
기타영업외손익	-191	-70	-101	-63	-63
세전이익	332	110	-1,096	548	613
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	258	65	-743	433	472
지배주주지분순이익	258	65	-743	433	472
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	244	57	-743	433	472
증감률(%YoY)					
매출액	21.9	-4.2	-28.4	8.3	4.1
영업이익	-53.4	-34.3	작전	흑전	9.1
EPS	-79.2	-74.3	작전	흑전	8.5

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

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	-288	679	664	1,085	1,107
당기순이익	258	65	-743	433	472
현금유출이없는비용및수익	799	640	478	951	977
유형및무형자산상각비	355	612	659	666	660
영업관련자산부채변동	-882	105	577	-184	-200
매출채권및기타채권의감소	-112	313	233	-81	-74
재고자산의감소	-591	21	1,013	-154	-147
매입채무및기타채무의증가	-290	239	-666	170	82
투자활동현금흐름	-415	-1,069	-676	-662	-1,323
CAPEX	-2,041	-827	-700	-700	-1,500
투자자산의순증	8	-6	0	0	0
재무활동현금흐름	888	16	1,405	-231	146
사채및차입금의 증가	1,561	288	1,600	0	500
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-617	-29	0	-23	-140
기타현금흐름	0	0	-300	0	0
현금의증가	184	-374	1,093	192	-70
기초현금	480	665	291	1,384	1,576
기말현금	665	291	1,384	1,576	1,506

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)					
EPS	2,266	581	-6,600	3,806	4,131
BPS	55,480	55,715	49,343	51,859	54,205
DPS	750	0	0	1,200	1,700
Multiple(배)					
P/E	43.1	172.1	NA	16.3	15.1
P/B	1.8	1.8	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	17.1	17.1	NA	9.4	9.5
수익성(%)					
영업이익률	2.5	1.7	-4.7	4.1	4.3
EBITDA마진	3.9	4.2	-0.9	7.6	7.7
순이익률	1.0	0.3	-4.3	2.3	2.4
ROE	3.9	1.0	-12.1	7.3	7.6
ROA	1.7	0.4	-4.5	2.6	2.7
ROIC	4.6	2.0	-4.5	5.0	5.1
안정성및기타					
부채비율(%)	146.6	151.4	187.2	180.9	182.3
이자보상배율(배)	8.8	2.3	-4.2	3.8	4.0
배당성향(배)	32.7	0.0	0.0	31.2	40.6

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 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 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 투자의견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

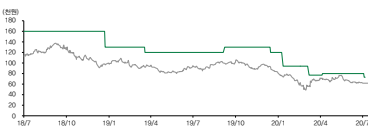
■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

■ 업종 투자의견은 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 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/09/05	Buy	160,000	-26.4	-17.5	20/03/30	Buy	77,000	-13.4	-6.8
18/09/05		1년경과	-27.5	-14.1	20/04/28	Buy	80,000	-15.6	-4.0
19/01/15	Buy	130,000	-24.3	-16.2	20/07/27	Buy	73,000	-	-
19/04/11	Buy	120,000	-25.0	-14.2					
19/09/30	Buy	130,000	-25.8	-18.5					
20/01/07	Buy	120,000	-31.1	-26.6					
20/02/03	Buy	94,000	-29.1	-15.7					

주: *표는 담당자 변경