

S-Oil(010950)

지속될 악재는 없다

네 가지 악재...

2019년 영업이익 추정치를 2조원으로 17% 낮추고 목표주가도 137,000원으로 14% 하향한다. 원가가 높은 10~11월 유가가 1분기에 반영되며 한달후행 정제마진은 1분기 평균인 7.9달러/배럴 대비 29% 낮은 5.5달러/배럴을 기록한 것으로 추정된다. 2분기의 경우 PX의 정기보수기간이 4월에서 5월까지 연장되고 신규설비인 RUC의 정기보수도 5월에 진행되는 것으로 반영했다. 이로써 상반기 영업이익이 기존 추정치 대비 3,179억원 밀돌 전망이다. 그러나 주가는 최근 연속해서 발생한 네 가지 악재인 4분기 적자, RUC 보수 가능성, 위축된 배당 그리고 PX정기보수까지 이미 다 반영되었다. 하반기까지 지속될 악재는 없고 적정주가까지 상승여력 또한 충분해 매수의견을 유지한다.

...그러나 지속될 악재는 없다

4분기 적자와 1분기 부진(예상보다 낮은 한달후행 정제마진) 원인인 유가 폭락은 이미 지나갔고 유가는 상승 중이다. RUC의 경우도 5월 촉매교체작업이 아직 확정된 것은 아니지만, 수익성은 급격하게 개선되고 있다. 주력 제품인 휘발유 강세와 원재료인 Bunker-C 하락이 이미 현실화되었기 때문이다. PX의 경우도 5월 이후 정기보수가 마무리되고 재가동될 예정이다. 설비 관련 악재도 결국 하반기에 들어서면 사라진다. 마지막으로 배당성향 또한 정제마진 개선 시 기존 40~60%선으로 회귀할 것이다. 무역분쟁 완화에 따른 원가경쟁력 회복, 미국 정유사 화재, 미국 수출용 파이프라인 완공 그리고 국제해사기구(IMO)의 황 함유량 규제 등 2분기에서 하반기 사이 정제마진을 상승시킬 요인들은 줄줄이 대기하고 있다.

상반기 악재를 반영해도 충분한 상승여력

일회성 악재가 많은 상반기 실적을 반영하고 과거 높은 배당성향에 따른 할증요인을 제거해도 적정주가는 119,000원이다. 배당성향이 과거와 같이 고배당으로 회귀할 경우 할증요인 30%를 반영해 적정주가는 154,000원까지 상승여력이 확대된다. 주가를 하락시킨 다양한 악재를 감안해도 현재주가에서는 하반기를 감안할

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	20,891	1,373	1,246	10,706	3.4	1,667	10.9	9.7	2.0	18.8	5.0
2018A	25,463	639	258	2,216	(79.3)	994	44.1	17.1	1.8	3.9	0.8
2019F	23,647	1,956	1,438	12,338	456.8	2,478	7.6	6.0	1.4	20.1	5.5
2020F	23,702	3,386	2,518	21,611	75.2	3,913	4.3	3.4	1.1	28.7	12.0
2021F	23,635	3,522	2,630	22,570	4.4	4,055	4.1	3.1	1.0	25.4	12.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 137,000원(하향)

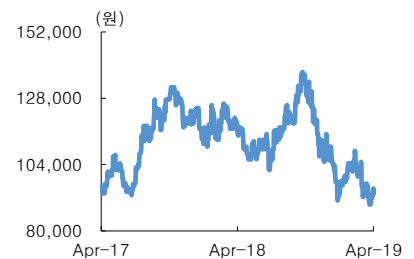
Stock Data

KOSPI(4/9)	2,214
주가(4/9)	93,500
시가총액(십억원)	10,526
발행주식수(백만)	113
52주 최고/최저가(원)	137,500/89,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	34,531
유동주식비율/외국인지분율(%)	36.5/79.2
주요주주(%)	Aramco Overseas Company BV 외 12인 63.5
	국민연금 6.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.9)	(29.7)	(19.4)
KOSPI 대비(%p)	(6.5)	(27.9)	(10.0)

주가추이



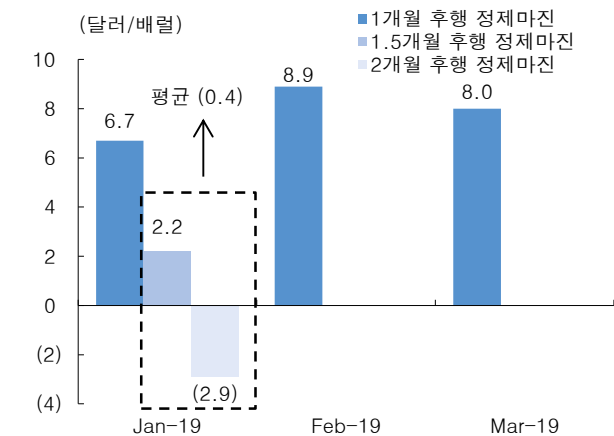
자료: FnGuide

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

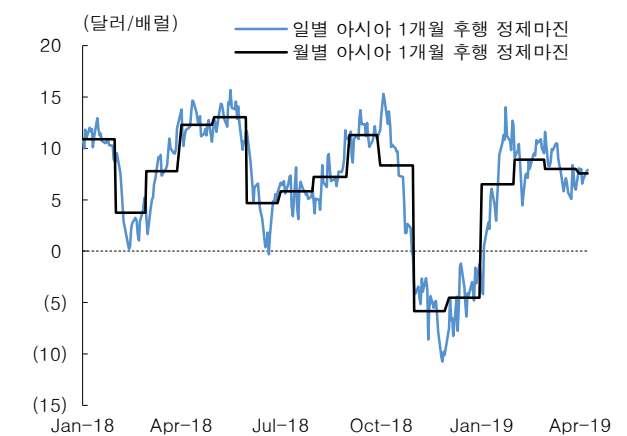
때 매도가 아닌 매수로 대응할 구간이다. 과거 목표주가는 동종업체 ROE-PBR 분석기준 적정 PBR에 30% 할증했으나, 2018년 낮아진 배당성향을 감안해 고배당 할증을 제거한 적정주가와 할증한 적정주가의 평균을 목표주가로 설정했다.

[그림 1] 10~11월 고가 원료가 1분기에 투입



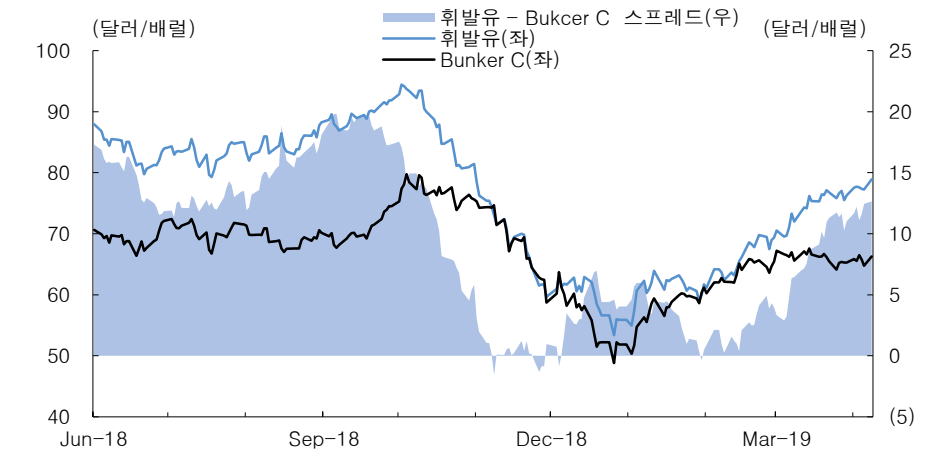
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 2] 유가 상승으로 한달후행 정제마진 회복



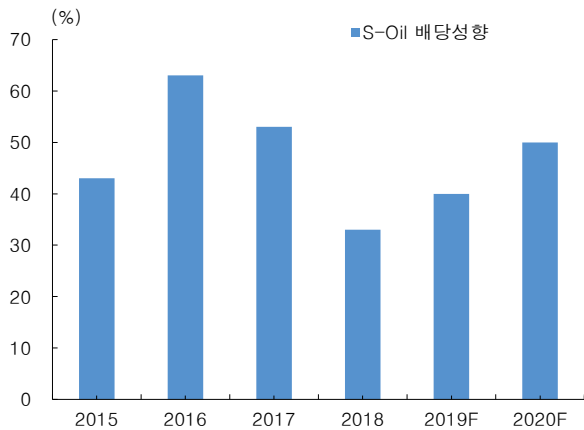
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 3] 신규 고도화설비(RUC)의 채산성도 가파르게 회복 중



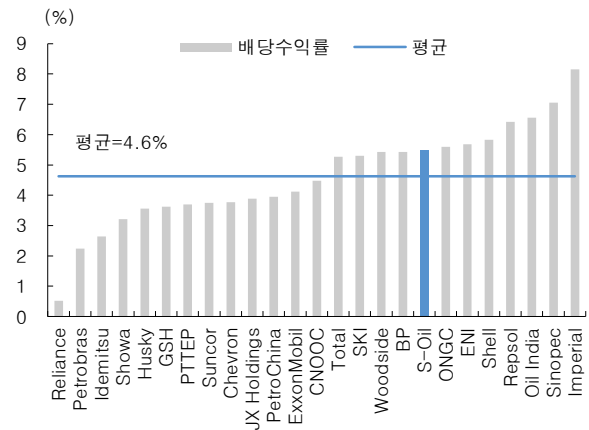
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 4] 실적개선과 함께 배당성향도 상승 전망

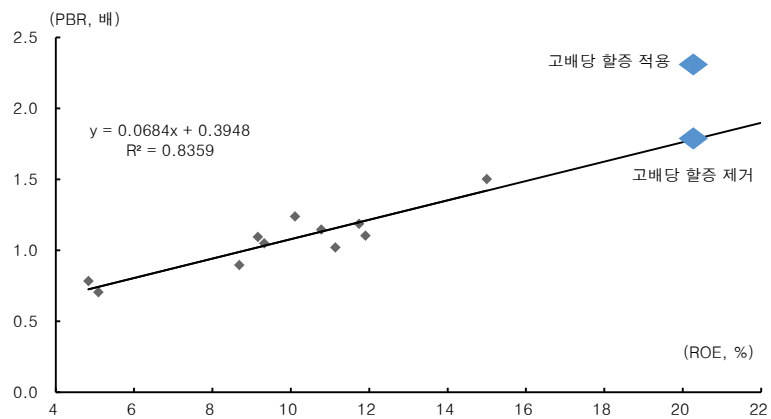


자료: 한국투자증권

[그림 5] 정유업체별 배당수익률(2019F)

주: 4월 9일 종가 기준
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 6] 2019년 동종업체 ROE vs. PBR 분석

주: 4월 9일 종가 기준
자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 1〉연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	23,765	23,647	(0.5)	23,569	23,702	0.6
영업이익	2,368	1,956	(17.4)	3,423	3,386	(1.1)
영업이익률	10.0	8.3	(1.7)	14.5	14.3	(0.2)
세전이익	2,376	1,928	(18.9)	3,439	3,376	(1.8)
순이익	1,772	1,438	(18.9)	2,565	2,518	(1.8)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	5,923	5,756	6,011	5,957	20,891	25,463	23,647	23,702
영업이익	255	403	316	(333)	250	328	615	763	1,373	639	1,956	3,386
영업이익률(%)	4.7	6.7	4.4	(4.9)	4.2	5.7	10.2	12.8	6.6	2.5	8.3	14.3
순이익	189	163	230	(328)	181	235	455	566	1,246	254	1,438	2,518
증가율(% YoY)												
매출액	4.1	28.7	37.9	18.0	9.5	(4.1)	(16.4)	(13.2)	28.0	21.9	(7.1)	0.2
영업이익	(23.7)	243.3	(42.9)	NM	(1.7)	(18.6)	94.6	NM	(15.1)	(53.4)	205.9	73.1
순이익	(52.1)	143.9	(42.4)	NM	(4.3)	44.1	98.4	NM	3.4	(79.6)	466.3	75.1
증가율(% QoQ)												
매출액	(6.9)	10.9	19.7	(4.5)	(13.7)	(2.8)	4.4	(0.9)				
영업이익	(31.1)	58.2	(21.6)	NM	NM	31.0	87.5	24.2				
순이익	(51.2)	(13.5)	40.6	NM	NM	30.2	93.6	24.4				
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)					265	343	394	389			1,396	1,780
					(5.5)	(4.5)	55.9	96.1			40.1	90.2
KIS 추정 영업이익 변화(%)					(38.0)	(33.4)	(7.5)	(5.5)			(17.4)	(1.1)

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 3〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	5,923	5,756	6,011	5,957	20,891	25,463	23,647	23,702
정유	4,341	4,754	5,728	5,303	4,383	4,401	4,401	4,401	16,412	20,126	17,586	17,605
유탄기유	379	420	409	427	457	459	459	459	1,615	1,635	1,834	1,863
석유화학	690	829	1,050	1,132	1,084	896	1,151	1,096	2,864	3,701	4,227	4,235
영업이익	255	403	316	(333)	250	328	615	763	1,373	639	1,956	3,386
정유	89	305	170	(532)	109	214	419	563	627	33	1,305	2,637
유탄기유	84	81	43	47	50	63	81	90	420	256	284	406
석유화학	81	17	102	151	91	51	115	110	326	351	367	343
영업이익률(%)	4.7	6.7	4.4	(4.9)	4.2	5.7	10.2	12.8	6.6	2.5	8.3	14.3
정유	2.1	6.4	3.0	(10.0)	2.5	4.9	9.5	12.8	3.8	0.2	7.4	15.0
유탄기유	22.2	19.3	10.6	11.1	10.9	13.7	17.6	19.6	26.0	15.6	15.5	21.8
석유화학	11.7	2.0	9.7	13.4	8.4	5.7	10.0	10.0	11.4	9.5	8.7	8.1

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

S-Oil은 1976년 설립해 석유류 제품, 유탄기유 제품, 석유화학 제품 제조 및 판매를 하는 정유업체. 주력 제품은 정유 계열 제품.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	6,775	5,855	6,187	6,678	6,249
현금성자산	480	665	1,529	2,150	1,758
매출채권및기타채권	1,751	1,935	1,501	1,487	1,489
재고자산	2,791	3,139	2,765	2,652	2,612
비유동자산	8,313	10,101	10,603	11,100	11,592
투자자산	125	120	122	122	122
유형자산	7,969	9,741	10,243	10,739	11,231
무형자산	105	104	105	105	106
자산총계	15,087	15,955	16,790	17,777	17,840
유동부채	4,544	5,789	5,491	5,330	5,324
매입채무및기타채무	2,776	2,700	1,552	1,489	1,466
단기차입금및단기사채	1,355	2,359	2,259	2,159	2,159
유동성장기부채	14	576	372	373	373
비유동부채	3,700	3,697	3,494	2,734	1,494
사채	2,670	2,536	2,336	1,876	736
장기차입금및금융부채	804	929	793	557	521
부채총계	8,245	9,486	8,985	8,064	6,818
지배주주지분	6,843	6,469	7,805	9,714	11,023
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	5,198	4,823	6,173	8,096	9,419
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,843	6,469	7,805	9,714	11,023

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	1,143	(288)	2,621	3,038	3,104
당기순이익	1,246	258	1,438	2,518	2,630
유형자산감가상각비	285	346	514	519	525
무형자산상각비	9	8	8	8	8
자산부채변동	(236)	(882)	673	5	(46)
기타	(161)	(18)	(12)	(12)	(13)
투자활동현금흐름	(832)	(415)	(1,016)	(1,027)	(1,027)
유형자산투자	(2,414)	(2,041)	(1,016)	(1,016)	(1,016)
유형자산매각	3	0	0	0	0
투자자산순증	1,570	1,631	(3)	(2)	(2)
무형자산순증	(1)	(0)	(9)	(9)	(9)
기타	10	(5)	12	0	0
재무활동현금흐름	(598)	888	(727)	(1,390)	(2,483)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	205	1,506	(640)	(795)	(1,176)
배당금지급	(803)	(617)	(87)	(595)	(1,307)
기타	0	(1)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	0	(13)	0	13
현금의증가	(287)	184	864	621	(392)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

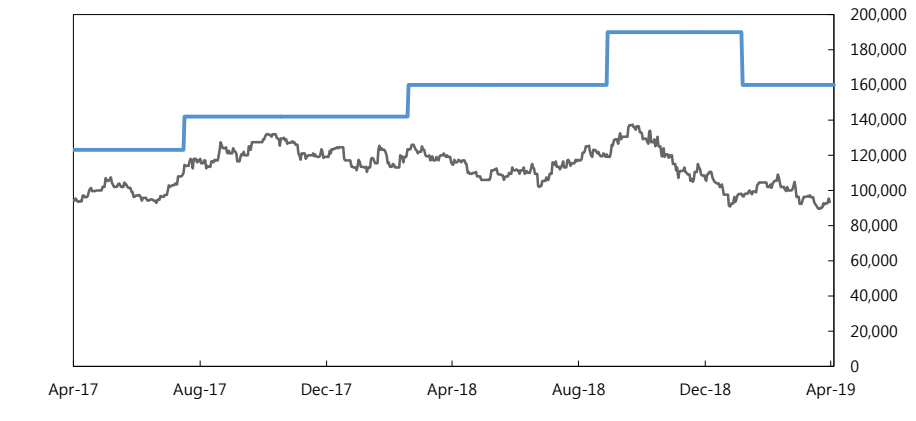
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	20,891	25,463	23,647	23,702	23,635
매출원가	18,783	24,200	20,944	19,557	19,342
매출총이익	2,108	1,263	2,703	4,146	4,293
판매관리비	735	624	747	760	770
영업이익	1,373	639	1,956	3,386	3,522
금융수익	330	117	57	50	55
이자수익	52	24	45	38	43
금융비용	127	237	85	60	51
이자비용	58	72	78	60	51
기타영업외손익	63	(191)	0	9	9
관계기업관련손익	5	4	12	12	12
세전계속사업이익	1,645	332	1,928	3,376	3,526
법인세비용	398	74	490	858	896
연결당기순이익	1,246	258	1,438	2,518	2,630
지배주주지분순이익	1,246	258	1,438	2,518	2,630
기타포괄이익	8	(14)	(14)	(14)	(14)
총포괄이익	1,254	244	1,424	2,504	2,616
지배주주지분포괄이익	1,254	244	1,424	2,504	2,616
EBITDA	1,667	994	2,478	3,913	4,055

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	10,706	2,216	12,338	21,611	22,570
BPS	58,698	55,496	66,955	83,321	94,546
DPS	5,900	750	5,112	11,223	11,223
성장성(% YoY)					
매출증가율	28.0	21.9	(7.1)	0.2	(0.3)
영업이익증가율	(15.1)	(53.4)	205.9	73.1	4.0
순이익증가율	3.4	(79.3)	457.2	75.1	4.4
EPS증가율	3.4	(79.3)	456.8	75.2	4.4
EBITDA증가율	(12.4)	(40.4)	149.4	57.9	3.6
수익성(%)					
영업이익률	6.6	2.5	8.3	14.3	14.9
순이익률	6.0	1.0	6.1	10.6	11.1
EBITDA Margin	8.0	3.9	10.5	16.5	17.2
ROA	8.6	1.7	8.8	14.6	14.8
ROE	18.8	3.9	20.1	28.7	25.4
배당수익률	5.0	0.8	5.5	12.0	12.0
배당성향	55.1	33.9	41.4	51.9	49.7
안정성					
순차입금(십억원)	2,629	5,690	4,057	2,577	1,729
차입금/자본총계비율(%)	70.9	99.1	72.2	49.1	32.1
Valuation(X)					
PER	10.9	44.1	7.6	4.3	4.1
PBR	2.0	1.8	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.7	17.1	6.0	3.4	3.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
S-Oil (010950)	2017.01.11	매수	123,000원	-22.9	-10.6
	2017.07.26	매수	142,000원	-15.0	-7.0
	2018.02.27	매수	160,000원	-28.3	-21.3
	2018.09.07	매수	190,000원	-39.0	-27.6
	2019.01.15	매수	160,000원	-38.4	-31.9
	2019.04.10	매수	137,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 4월 10일 현재 S-Oil 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 S-Oil 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.