

# S-Oil(010950)

## 1Q19 Preview: 시황은 상승 반전

### 1분기 실적 컨센서스 상회 전망

1분기 영업이익은 전년동기대비 59% 증가하고 컨센서스를 34% 상회할 전망이다. 정유와 PX 설비 정기보수에 따른 기회비용을 1분기와 4분기에 걸쳐 각각 700억원가량 발생한다고 가정했다. 그러나 현재 유가 수준에서는 보수적으로 가정해도 1분기 재고평가 이익이 1,150억원 인식될 것으로 보여 정기보수 기회비용에 따른 감소요인을 유가 반등으로 충분히 상쇄할 전망이다.

### 신규 고도화설비 가동에 따른 잠재 성장력 확대

신규 고도화설비인 RUC(Residue Upgrading Complex)와 ODC(Olefin Downstream Complex)는 작년 11월부터 상업생산을 시작했다. 현재 RUC는 95~100%, ODC는 80% 수준의 가동률이 문제없이 유지되고 있다. 1년마다 주기적으로 진행되는 RUC 촉매교체작업이 휘발유 마진의 위축으로 내년에 예정되어 있는 정기보수까지 앞당겨져 5월에 동시에 진행될 수는 있다. 그러나 이는 큰 변동요인은 아니다. 선행적 재고비축에 따라 물량 감소요인은 미미하며, 유가 상승에 따라 제품가격들이 상승하고 있다는 점은 오히려 원가측면에서 마진 확대에 이어질 수 있다. 특히, 휘발유 마진은 최근 소폭이나마 개선되기 시작했다. 또한 Dubai와 WTI의 간극이 정상화될 때 최대 수혜 제품은 휘발유다.

### 정제마진 반등에 최대 수혜주

휘발유를 비롯한 정제마진 반등 시 2019년 영업이익이 가장 크게 개선될 수 있는 정유사는 S-Oil이다. 휘발유 마진 위축으로 시장은 이미 작년 4분기부터 RUC 가동에 따른 이익개선 가능성은 배제한 것으로 보인다. 또한 ODC가 정상 가동되고 있고 제품 스프레드상 수익성이 높음에도 초기 가동에 따른 불확실성을 감안해 동부문의 이익기여 역시 반영하지 않고 있다. 그러나 현재 시황기준으로 신규 고도화설비가 100% 가동할 경우 연간 영업이익 증가분은 5,000억 수준이다. 현재 초기 가동에 따른 불확실성, 정기보수 등을 감안해 2,200억원을 반영했으나, 휘발유 마진이 개선될 경우 이익의 개선폭은 가파르게 확대될 수밖에 없다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	16,322	1,617	1,205	10,353	90.9	1,904	8.2	5.4	1.5	20.5	7.3
2017A	20,891	1,373	1,246	10,706	3.4	1,667	10.9	9.7	2.0	18.8	5.0
2018F	25,463	681	334	2,863	(73.3)	981	35.1	16.9	1.8	5.0	1.6
2019F	23,765	2,368	1,777	15,250	432.6	2,838	6.6	5.0	1.4	24.2	8.7
2020F	23,569	3,423	2,582	22,166	45.4	4,124	4.5	3.0	1.2	28.9	12.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 160,000원(유지)

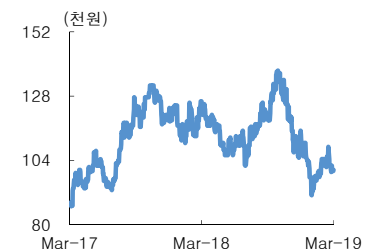
### Stock Data

KOSPI(3/4)	2,191
주가(3/4)	100,500
시가총액(십억원)	11,315
발행주식수(백만)	113
52주 최고/최저가(원)	137,500/91,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	34,444
유동주식비율/외국인지분율(%)	36.5/78.9
주요주주(%)	Aramco Overseas Company BV 외 11 인 63.5
	국민연금 6.1

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.8)	(16.6)	(20.2)
KOSPI 대비(%p)	(3.2)	(11.2)	(11.4)

### 주가추이

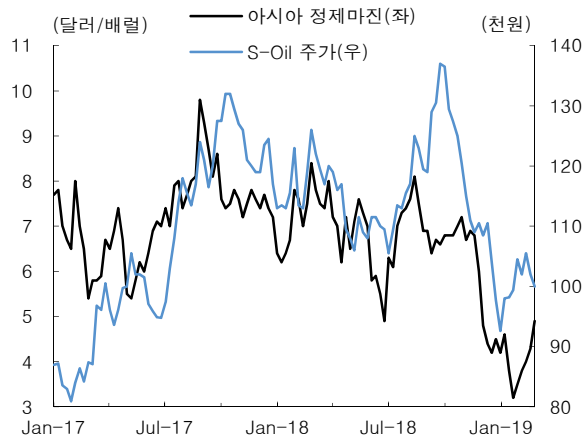


자료: FnGuide

이도연

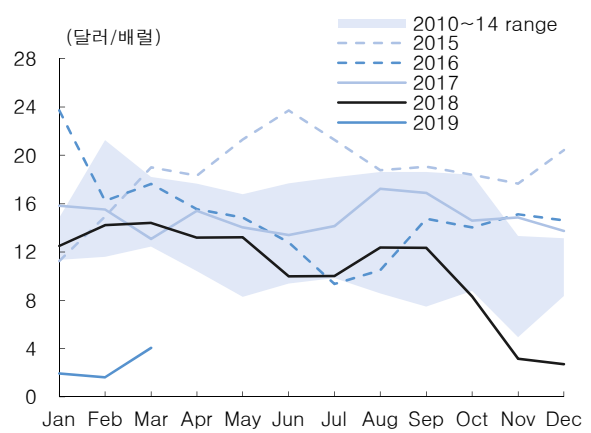
daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] 주가는 정제마진에 가장 민감하게 반응



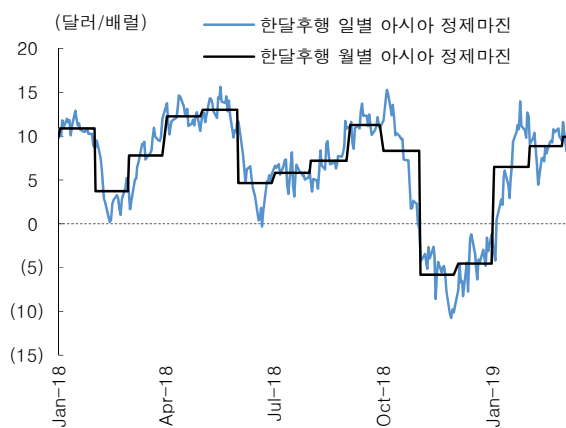
자료: Quantiwise, 페트로넷, 한국투자증권

[그림 2] 휘발유 마진은 2분기부터 본격적으로 개선 전망



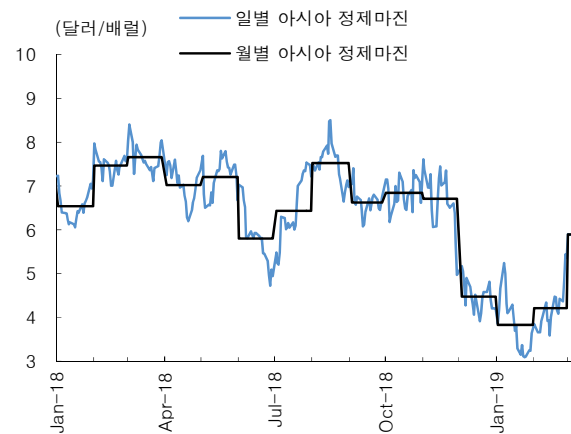
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 3] 유가 반등으로 한달후행 정제마진 강세 전환



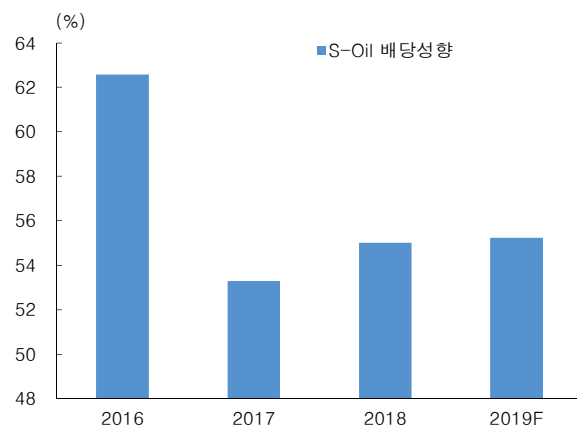
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 4] 스왑 정제마진도 반등시작



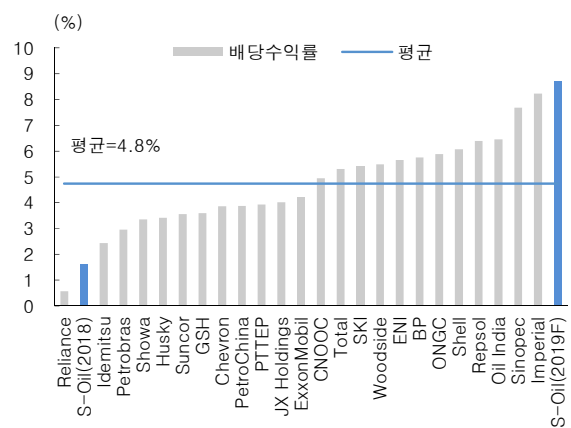
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 5] 배당성향은 장기적으로 50% 전후 지속



자료: 한국투자증권

[그림 6] 실적 개선이 배당수익률 상승으로 이어짐

주: 3월 4일 종가 기준  
자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 1〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	24,941	23,765	(4.7)	24,793	23,569	(4.9)
영업이익	2,442	2,368	(3.0)	3,341	3,423	2.5
영업이익률	9.8	10.0	0.2	13.5	14.5	1.0
세전이익	2,460	2,382	(3.2)	3,377	3,462	2.5
순이익	1,835	1,777	(3.2)	2,519	2,582	2.5

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	5,896	5,956	5,983	5,929	20,891	25,463	23,765
영업이익	255	403	316	(292)	404	492	664	808	1,373	681	2,368
영업이익률(%)	4.7	6.7	4.4	(4.3)	6.9	8.3	11.1	13.6	6.6	2.7	10.0
순이익	189	163	230	(248)	300	366	501	609	1,246	334	1,777
증가율(% YoY)											
매출액	4.1	28.7	37.9	18.0	9.0	(0.8)	(16.8)	(13.6)	28.0	21.9	(6.7)
영업이익	(23.7)	243.3	(42.9)	(179.2)	58.7	22.2	110.4	NM	(15.1)	(50.4)	248.0
순이익	(52.1)	143.9	(42.4)	(164.1)	59.2	124.2	118.2	NM	3.4	(73.2)	432.5
증가율(% QoQ)											
매출액	(6.9)	10.9	19.7	(4.5)	(14.1)	1.0	0.5	(0.9)			
영업이익	(31.1)	58.2	(21.6)	(192.6)	NM	21.8	35.0	21.7			
순이익	(51.2)	(13.5)	40.6	(208.0)	NM	21.8	36.9	21.7			
컨센서스 추정 영업이익					301	402	402	423			1,544
차이(%)					34.2	22.5	65.4	90.9			53.3
KIS 추정 영업이익 변화(%)					3.1	(16.5)	(1.5)	2.6			(3.0)

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 3〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	5,896	5,956	5,983	5,929	20,891	25,463	23,765
정유	4,341	4,754	5,728	5,303	4,483	4,501	4,501	4,501	16,412	20,126	17,985
유탄기유	379	420	409	427	458	460	460	460	1,615	1,635	1,838
석유화학	690	829	1,050	1,132	956	995	1,022	968	2,864	3,701	3,942
영업이익	255	403	316	(292)	404	492	664	808	1,373	681	2,368
정유	89	305	170	(502)	246	320	458	577	627	63	1,602
유탄기유	84	81	43	51	55	71	81	121	420	259	328
석유화학	81	17	102	158	103	101	125	110	326	358	438
영업이익률(%)	4.7	6.7	4.4	(4.3)	6.9	8.3	11.1	13.6	6.6	2.7	10.0
정유	2.1	6.4	3.0	(9.5)	5.5	7.1	10.2	12.8	3.8	0.3	8.9
유탄기유	22.2	19.3	10.6	11.9	12.0	15.4	17.6	26.3	26.0	15.8	17.9
석유화학	11.7	2.0	9.7	14.0	10.8	10.1	12.2	11.3	11.4	9.7	11.1

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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,974	6,775	7,286	7,834	7,594
현금성자산	767	480	975	2,987	2,869
매출채권및기타채권	1,326	1,751	1,815	1,568	1,552
재고자산	2,423	2,791	3,979	2,827	2,727
비유동자산	5,985	8,313	9,547	9,459	9,140
투자자산	123	125	123	123	123
유형자산	5,711	7,969	9,252	9,170	8,856
무형자산	54	105	103	97	92
자산총계	13,959	15,087	16,832	17,293	16,734
유동부채	4,833	4,544	6,371	5,644	5,478
매입채무및기타채무	2,169	2,776	2,009	1,427	1,377
단기차입금및단기사채	1,789	1,355	2,415	2,315	2,215
유동성장기부채	357	14	161	372	373
비유동부채	2,735	3,700	3,900	3,500	1,540
사채	1,971	2,670	2,490	2,290	1,130
장기차입금및금융부채	592	804	900	700	0
부채총계	7,567	8,245	10,271	9,145	7,019
지배주주지분	6,392	6,843	6,559	8,146	9,714
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	4,745	5,198	4,915	6,502	8,069
비지배주주지분	0	0	1	1	1
자본총계	6,392	6,843	6,561	8,148	9,715

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,722	1,143	(193)	2,860	3,226
당기순이익	1,205	1,246	334	1,777	2,582
유형자산감가상각비	278	285	292	461	693
무형자산상각비	8	9	8	8	8
자산부채변동	(188)	(236)	(822)	626	(46)
기타	419	(161)	(5)	(12)	(11)
투자활동현금흐름	(1,967)	(832)	191	(370)	(370)
유형자산투자	(1,064)	(2,414)	(1,576)	(379)	(379)
유형자산매각	7	3	0	0	0
투자자산순증	(913)	1,570	8	12	12
무형자산순증	(7)	(1)	(6)	(3)	(3)
기타	10	10	1,765	0	0
재무활동현금흐름	811	(598)	504	(478)	(2,974)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	1,021	205	1,121	(289)	(1,959)
배당금지급	(210)	(803)	(687)	(190)	(1,015)
기타	0	0	70	1	0
기타현금흐름	0	(0)	(7)	0	0
현금의증가	566	(287)	495	2,012	(117)

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

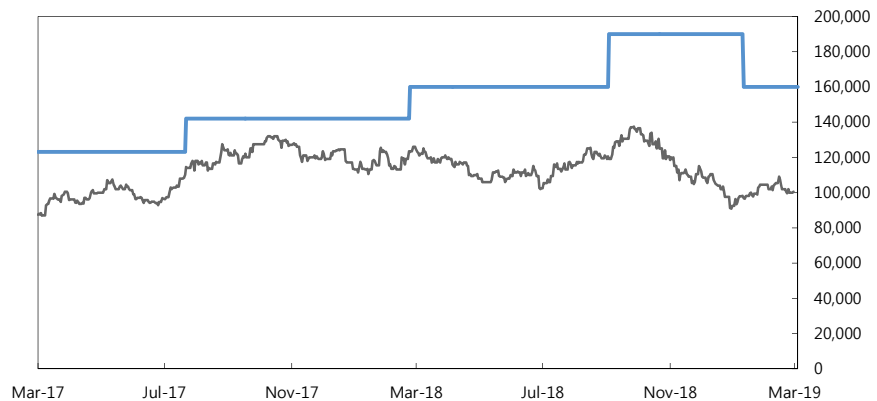
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	16,322	20,891	25,463	23,765	23,569
매출원가	14,021	18,783	24,143	20,787	19,534
매출총이익	2,301	2,108	1,320	2,978	4,034
판매관리비	684	735	639	610	612
영업이익	1,617	1,373	681	2,368	3,423
금융수익	185	330	509	92	93
이자수익	55	52	35	80	81
금융비용	245	127	759	78	54
이자비용	56	58	53	72	54
기타영업외손익	11	63	(30)	0	9
관계기업관련손익	7	5	6	12	12
세전계속사업이익	1,575	1,645	430	2,382	3,462
법인세비용	370	398	96	605	880
연결당기순이익	1,205	1,246	334	1,777	2,582
지배주주지분순이익	1,205	1,246	334	1,777	2,582
기타포괄이익	6	8	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	334	1,777	2,582
지배주주지분포괄이익	1,211	1,254	334	1,777	2,582
EBITDA	1,904	1,667	981	2,838	4,124

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,353	10,706	2,863	15,250	22,166
BPS	54,830	58,698	56,270	69,879	83,322
DPS	6,200	5,900	1,630	8,717	12,604
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(8.8)	28.0	21.9	(6.7)	(0.8)
영업이익증가율	97.8	(15.1)	(50.4)	248.0	44.5
순이익증가율	90.9	3.4	(73.2)	432.5	45.4
EPS증가율	90.9	3.4	(73.3)	432.6	45.4
EBITDA증가율	74.5	(12.4)	(41.2)	189.3	45.3
수익성(%)					
영업이익률	9.9	6.6	2.7	10.0	14.5
순이익률	7.4	6.0	1.3	7.5	11.0
EBITDA Margin	11.7	8.0	3.9	11.9	17.5
ROA	9.7	8.6	2.1	10.4	15.2
ROE	20.5	18.8	5.0	24.2	28.9
배당수익률	7.3	5.0	1.6	8.7	12.5
배당성향	59.9	55.1	56.9	57.1	56.8
안정성					
순차입금(십억원)	547	2,629	4,963	2,663	822
차입금/자본총계비율(%)	74.5	70.9	90.9	69.7	38.3
Valuation(X)					
PER	8.2	10.9	35.1	6.6	4.5
PBR	1.5	2.0	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.4	9.7	16.9	5.0	3.0

## 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	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 3월 5일 현재 S-Oil 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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.