

S-Oil(010950)

고도화설비 가동과 IMO를 바라보자

컨센서스 하회요인은 유가관련 재고평가이익이 예상을 하회했기 때문
재고평가이익 제외하면 예상수준의 견조한 실적임
지나간 3분기 실적보다 고도화설비 상업생산과 IMO에 주목할 시기임

Facts : 일회성 재고평가이익이 컨센서스 하회 요인

영업이익은 전분기대비 22% 감소했다. 유가관련 재고평가이익이 350억원으로 전분기대비 1,350억원 감소했기 때문이다. 컨센서스를 11% 하회한 이유도 3분기 유가 상승에 따른 재고평가이익이 시장의 예상을 하회했기 때문이다. 당사 추정치는 유가관련 재고평가이익을 반영하지 않아 3분기 영업이익이 추정치 대비 6% 상회했다. 한편, 순이익은 예상을 하회한 환차익과 예상을 상회한 법인세율로 당사 추정치를 21% 하회했다.

Pros & cons : 재고평가이익 제거시 예상 수준의 견조한 실적

정유부문 영업이익은 1,704억원으로 당사 추정치를 450억원 상회했다. 원재료 지연으로 개선된 정제마진과 재고평가이익이 400억원이 인식되었기 때문이다. 3분기 중 고도화설비인 RFCC의 가동률이 CDU 대비 낮았던 점을 감안하면, 예상보다 제품믹스가 악화되었음에도 판매량 증가로 견조한 실적을 기록했다. 화학부문 영업이익은 1,021억원으로 전분기대비 518% 개선되고 당사 추정치 또한 14% 상회했다. PX가동률이 전분기대비 정상화되고 PX 가격도 강세를 보였기 때문이다. 윤활기유 영업이익은 전분기대비 47% 감소하고 추정치도 큰 폭으로 하회했다. 재고평가손실 100억원과 유가강세로 마진이 축소되었다.

Action : 고도화설비 가동 임박, IMO도 흔들림 없이 2020년 시행

예상을 하회한 3분기 실적에 실망하기보다 실적으로 하락한 주가조정이 매수기회라 생각한다. 첫째, 고도화설비가 11월부터 본격적인 상업생산을 개시한다. 현재 제품가격 기준 고도화설비로 인한 연간 영업이익 증가분은 6,400억원으로 추정된다. 4분기 영업이익이 전분기대비 73% 개선될 것으로 전망하는 이유다. 둘째, 정제마진과 PX의 동반강세가 예상된다. 겨울성수기 진입으로 정제마진은 역사적 고점인 8달러/배럴 상향 돌파할 가능성이 높고 급등한 PX 스프레드는 4분기 실적을 견인할 것이다. 마지막으로 핵심 투자포인트는 IMO 환경규제가 2020년 1월에 시행될 전망이다. 고도화설비 정상가동으로 이제 고유황 선박유 비중은 사실상 사라지고 50% 이상의 등유유 비중으로 IMO발 수혜를 온전하게 누릴 것으로 예상된다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 190,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(10/25)	2,063
주가(10/25)	130,500
시가총액(십억원)	14,692
발행주식수(백만)	113
52주 최고/최저가(원)	137,500/102,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	32,732
유동주식비율/외국인지분율(%)	36.5/79.1
주요주주(%)	Aramco Overseas Company BV 외 11 인 63.5
	국민연금 6.1

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	10.9	15.4	7.0
PBR(x)	2.0	2.1	1.7
ROE(%)	18.8	14.1	27.1
DY(%)	5.0	3.7	8.9
EV/EBITDA(x)	9.7	10.4	5.2
EPS(원)	10,706	8,481	18,655
BPS(원)	58,698	61,880	75,687

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.0	18.6	1.2
KOSPI 대비(%p)	11.8	34.4	18.4

주가추이



이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	5,212	5,814	5,411	6,003	7,188	19.7	37.9	6,370
영업이익	553	369	255	403	316	(21.6)	(42.9)	353
영업이익률	10.6	6.4	4.7	6.7	4.4	(2.3)	(6.2)	5.5
세전이익	527	527	258	215	316	47.1	(40.1)	370
순이익	399	387	189	163	230	40.8	(42.4)	282

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	23,628	24,978	5.7	24,289	25,004	2.9
영업이익	1,543	1,516	(1.7)	2,914	2,837	(2.6)
영업이익률	6.5	6.1	(0.5)	12.0	11.3	(0.7)
세전이익	1,480	1,320	(10.8)	2,927	2,847	(2.7)
순이익	1,121	988	(11.8)	2,234	2,173	(2.7)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	6,003	7,188	6,376	20,891	24,978	25,004
영업이익	333	117	553	369	256	403	316	544	1,373	1,516	2,837
영업이익률(%)	6.4	2.5	10.6	6.4	4.7	7.7	4.4	8.5	6.6	6.1	11.3
순이익	394	67	399	387	189	163	230	407	1,246	988	2,173
증가율(% YoY)											
매출액	51.7	11.1	26.0	27.6	4.1	28.7	37.9	9.7	28.0	19.6	0.1
영업이익	(32.2)	(81.7)	376.1	0.3	(23.4)	243.3	(42.9)	47.3	(15.1)	10.4	87.1
순이익	(9.1)	(84.9)	132.1	147.0	(52.0)	142.9	(42.4)	5.2	3.4	(20.8)	120.1
증가율(% QoQ)											
매출액	14.1	(10.3)	11.7	11.6	(6.9)	10.9	19.7	(11.3)			
영업이익	(9.4)	(64.8)	371.8	(33.2)	(30.8)	57.6	(21.6)	72.7			
순이익	151.4	(83.0)	495.8	(3.0)	(51.2)	(14.0)	40.8	77.7			
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)							353 (10.8)	481 13.0		1,486 2.0	1,984 43.0
KIS 추정 영업이익 변화(%)								14.2		35.3	27.0

자료: 블룸버그, 한국투자증권

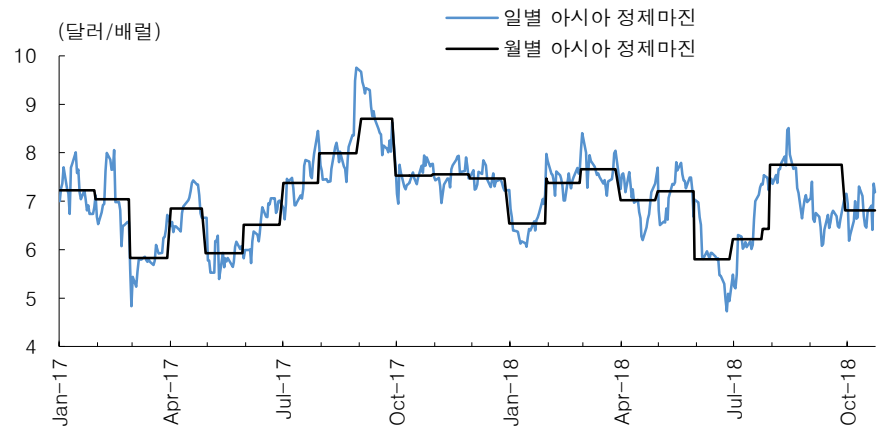
〈표 4〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	6,003	7,188	6,376	20,891	24,978	25,004
정유	4,044	3,699	4,107	4,562	4,341	4,754	5,728	4,914	16,412	19,738	19,657
유탄기유	385	406	405	419	380	420	409	478	1,615	1,687	1,913
석유화학	771	561	700	833	690	829	1,050	984	2,864	3,554	3,434
영업이익	333	117	553	369	256	403	316	544	1,373	1,516	2,837
정유	110	(85)	336	266	90	305	170	357	627	922	1,934
유탄기유	84	129	126	80	84	81	43	70	420	278	488
석유화학	140	73	91	23	81	17	102	117	326	317	414
영업이익률(%)	6.4	2.5	10.6	6.4	4.7	6.7	4.4	8.5	6.6	6.1	11.3
정유	2.7	(2.3)	8.2	5.8	2.1	6.4	3.0	7.3	3.8	4.7	9.8
유탄기유	21.9	31.9	31.2	19.2	22.2	19.3	10.6	14.6	26.0	16.5	25.5
석유화학	18.1	13.0	12.9	2.7	11.7	2.0	9.7	11.9	11.4	8.9	12.1

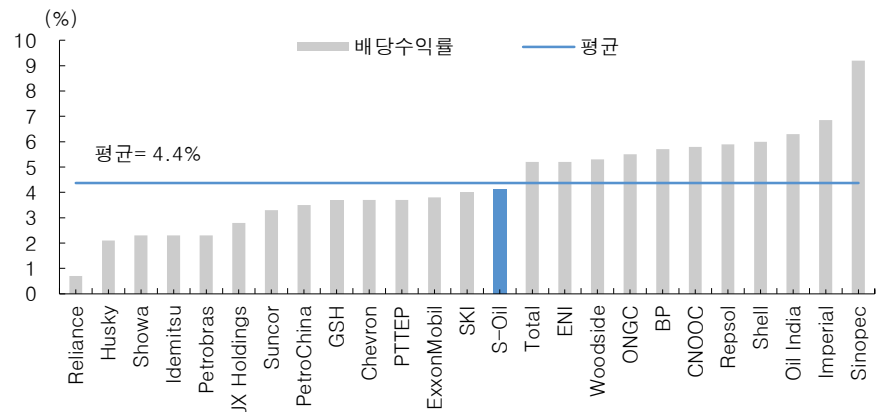
자료: 한국투자증권

[그림 1] 겨울 성수기로 정제마진 강세 전망



자료: 페트로넷, 블룸버그, 한국투자증권

[그림 2] Global peers: 배당수익률 비교(2018F)

주: 10월 25일 종가 기준
자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 5〉 동종업체 밸류에이션

	시가총액 (백만달러)	PER(x)			EPS증감률(%)			PBR(x)			ROE(%)			배당수익률(%)		
		2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F
국내																
SK이노베이션	16,905	9.1	6.7	5.1	25.9	34.9	31.1	1.1	0.9	0.8	12.0	14.8	17.2	3.9	5.2	6.7
S-Oil	12,815	8.2	10.9	9.2	90.9	3.4	19.4	1.5	2.0	1.8	20.5	18.8	20.6	7.3	5.0	6.8
GS	4,092	6.4	6.0	5.8	63.7	22.3	6.0	0.7	0.8	0.7	12.1	13.4	12.7	3.0	2.9	2.8
평균		7.9	7.9	6.7	60.2	20.2	18.8	1.1	1.2	1.1	14.8	15.7	16.8	4.7	4.4	5.4
해외																
Exxon Mobil	331,550	23.3	17.0	13.5	146.3	(0.7)	26.2	1.9	1.7	1.6	11.1	10.2	12.3	4.1	4.1	4.3
Petrochina	207,909	37.8	15.2	12.9	200.0	174.2	18.2	0.7	0.7	0.7	1.9	4.8	5.6	3.1	3.5	4.0
BP	137,700	41.1	12.5	10.9	2719.7	220.3	14.5	1.4	1.4	1.3	3.5	10.8	12.1	5.6	5.9	6.0
Sinopec	105,890	11.3	8.5	8.5	10.4	57.0	0.2	0.8	0.9	0.9	7.1	11.1	10.9	10.7	9.2	9.1
Petrobras	97,830	NA	9.9	7.5	NM	NM	32.3	0.8	1.2	1.0	(0.2)	12.8	14.2	NA	2.3	2.7
CNOOC	75,056	17.0	9.1	8.1	5400.0	133.1	11.9	1.1	1.3	1.2	6.5	14.4	14.7	4.6	5.2	5.7
Reliance	89,146	13.0	17.7	14.7	0.4	14.8	20.6	1.5	2.1	1.9	12.1	12.3	13.2	NA	0.7	0.7
ONGC	27,201	9.7	8.1	6.3	184.6	0.3	29.8	1.2	0.9	0.8	12.5	10.9	14.0	4.2	4.7	5.3
Repsol	27,316	10.9	9.1	7.9	16.4	21.9	15.2	0.8	0.8	0.7	7.0	8.2	8.6	0.0	0.0	6.4
PTTEP	16,572	22.0	13.1	11.4	64.4	130.6	15.3	1.2	1.4	1.3	5.1	10.8	11.9	3.3	3.7	4.2
Thai Oil	5,032	8.5	8.8	8.9	17.1	(23.9)	(1.0)	1.7	1.3	1.2	21.7	14.5	13.1	6.5	5.1	4.9
Tonen	23,195	NA	7.7	6.2	NM	62.6	25.9	0.8	1.0	0.9	9.1	15.6	15.3	2.6	2.5	2.8
IRPC	3,753	12.6	10.4	9.8	16.7	3.6	6.7	1.6	1.3	1.2	13.5	13.4	12.9	6.4	4.7	5.0
평균		18.8	11.3	9.7	797.8	66.1	16.6	1.2	1.2	1.1	8.5	11.5	12.2	4.6	4.0	4.7

주: 10월 25일 종가 기준
자료: 블룸버그, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

S-Oil은 1976년 설립해 석유류 제품, 윤활기유 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	7,463	8,740	8,156
현금성자산	767	480	1,018	2,614	2,196
매출채권및기타채권	1,326	1,751	1,756	1,714	1,697
재고자산	2,423	2,791	3,949	3,682	3,539
비유동자산	5,985	8,313	9,296	9,210	8,892
투자자산	123	125	123	123	123
유형자산	5,711	7,969	8,995	8,914	8,601
무형자산	54	105	101	96	91
자산총계	13,959	15,087	16,759	17,949	17,049
유동부채	4,833	4,544	6,318	6,298	6,101
매입채무및기타채무	2,169	2,776	2,280	2,126	2,043
단기차입금및단기사채	1,789	1,355	2,367	2,267	2,167
유동성장기부채	357	14	80	372	373
비유동부채	2,735	3,700	3,226	2,826	866
사채	1,971	2,670	2,291	2,091	931
장기차입금및금융부채	592	804	466	266	0
부채총계	7,567	8,245	9,544	9,125	6,967
지배주주지분	6,392	6,843	7,214	8,824	10,080
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	5,569	7,179	8,436
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	7,214	8,824	10,080

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,722	1,143	640	2,737	2,826
당기순이익	1,205	1,246	988	2,173	2,606
유형자산감가상각비	278	285	292	460	692
무형자산상각비	8	9	8	8	7
자산부채변동	(188)	(236)	(640)	108	(467)
기타	419	(161)	(8)	(12)	(12)
투자활동현금흐름	(1,967)	(832)	161	(370)	(370)
유형자산투자	(1,064)	(2,414)	(1,318)	(379)	(379)
유형자산매각	7	3	0	0	0
투자자산순증	(913)	1,570	11	12	12
무형자산순증	(7)	(1)	(4)	(3)	(3)
기타	10	10	1,472	0	0
재무활동현금흐름	811	(598)	(257)	(771)	(2,875)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	1,021	205	360	(208)	(1,525)
배당금지급	(210)	(803)	(687)	(563)	(1,350)
기타	0	0	70	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	566	(287)	544	1,596	(418)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

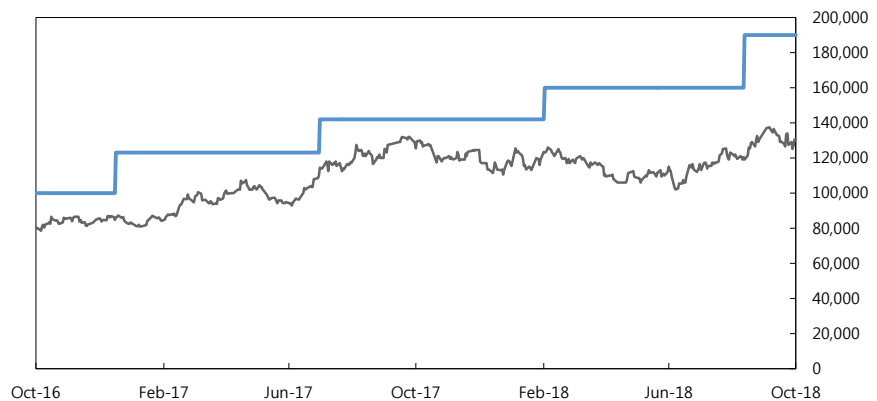
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	16,322	20,891	24,978	25,004	24,749
매출원가	14,021	18,783	22,765	21,470	20,655
매출총이익	2,301	2,108	2,213	3,534	4,094
판매관리비	684	735	697	697	697
영업이익	1,617	1,373	1,516	2,837	3,397
금융수익	185	330	260	51	47
이자수익	55	52	23	39	35
금융비용	245	127	456	41	29
이자비용	56	58	38	41	29
기타영업외손익	11	63	(30)	0	9
관계기업관련손익	7	5	9	12	12
세전계속사업이익	1,575	1,645	1,320	2,847	3,415
법인세비용	370	398	332	674	808
연결당기순이익	1,205	1,246	988	2,173	2,606
지배주주지분순이익	1,205	1,246	988	2,173	2,606
기타포괄이익	6	8	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	988	2,173	2,606
지배주주지분포괄이익	1,211	1,254	988	2,173	2,606
EBITDA	1,904	1,667	1,816	3,305	4,096

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,353	10,706	8,481	18,655	22,374
BPS	54,830	58,698	61,880	75,687	86,466
DPS	6,200	5,900	4,837	11,592	13,998
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(8.8)	28.0	19.6	0.1	(1.0)
영업이익증가율	97.8	(15.1)	10.4	87.1	19.7
순이익증가율	90.9	3.4	(20.7)	119.9	19.9
EPS증가율	90.9	3.4	(20.8)	120.0	19.9
EBITDA증가율	74.5	(12.4)	8.9	81.9	23.9
수익성(%)					
영업이익률	9.9	6.6	6.1	11.3	13.7
순이익률	7.4	6.0	4.0	8.7	10.5
EBITDA Margin	11.7	8.0	7.3	13.2	16.5
ROA	9.7	8.6	6.2	12.5	14.9
ROE	20.5	18.8	14.1	27.1	27.6
배당수익률	7.3	5.0	3.7	8.9	10.7
배당성향	59.9	55.1	57.0	62.1	62.5
안정성					
순차입금(십억원)	547	2,629	3,877	2,072	965
차입금/자본총계비율(%)	74.5	70.9	72.1	56.6	34.4
Valuation(X)					
PER	8.2	10.9	15.4	7.0	5.8
PBR	1.5	2.0	2.1	1.7	1.5
EV/EBITDA	5.4	9.7	10.4	5.2	3.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
S-Oil(010950)	2016.09.22	매수	100,000원	-16.9	-13.0
	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	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 26일 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 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 높이 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.