

S-Oil(010950)

악재와 호재 사이

이중고

2019년 영업이익 추정치를 1.3조원으로 35% 낮춘다. 2분기 영업이익 또한 컨센서스를 45% 하회할 전망이다. 이란의 지정학적 위험확대와 미중 무역분쟁에 따른 이중고 영향으로 아시아 정제마진이 역사적 저점에서 반등하지 못하고 있기 때문이다. 2분기 및 하반기 한달후행 기준 아시아 정제마진 추정치를 각각 5달러/배럴과 평균 8달러/배럴로 44%, 25% 하향했다. 특히, 지정학적 위험에 따라 상대적으로 비싸진 Dubai 가격이 원가경쟁력 훼손으로 이어진 부분이 낮은 정제마진의 가장 큰 이유다. 그러나 큰 폭의 추정치 하향에도 불구하고 목표주가와 매수의견을 유지한다. 4분기와 2020년 구조적 변화에 따른 호재에 근접해 있기 때문이다.

근접한 호재

첫째, 2020년 1월부터 시행될 국제해사기구의(IMO) 친환경 선박유에 대한 최종 규격이 ISO(International Organization for Standardization)와 CIMAC(International Council on Combustion Engines)에서 8월 또는 늦어도 9월 중 발표될 예정이다. 3개월 재고비축을 위한 시간을 고려하면 규격 발표와 함께 등경유 상승과 Bunker-C 하락이 점진적으로 가시화될 전망이다. 둘째, 미국 원유 수출용 파이프라인 완공이 4분기에 마무리된다. 고조된 지정학적 위험을 감안해도 물리적 충돌이 없다는 전제하에 Dubai와 WTI 격차는 축소되며 아시아 정유사들의 원가경쟁력은 회복될 전망이다. 마지막으로 증설이 제한적이다. 사우디 Jazan(400kbd)과 말레이시아 Petronas(300kbd) 신규 정유설비는 하반기에서 내년으로 연기되었고 중국의 Zhejiang의 가동시기도 올해에서 첫 200kbd는 2020년, 두 번째 200kbd는 2025년으로 연기되었다. 따라서 올해 신규 정유설비 증가량은 400k~600kbd 수준인 반면, 수요 증가량은 1m~1.4mbd로 하반기로 갈수록 수급은 타이트해질 전망이다.

매수(유지)

목표주가: 137,000원(유지)

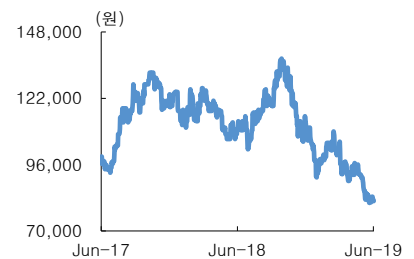
Stock Data

KOSPI(6/5)	2,069
주가(6/5)	81,700
시가총액(십억원)	9,198
발행주식수(백만)	113
52주 최고/최저가(원)	137,500/81,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	31,953
유동주식비율/외국인지분율(%)	36.5/78.7
주요주주(%)	Aramco Overseas Company BV 외 12 인 63.5
	국민연금 6.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.1)	(27.1)	(25.4)
KOSPI 대비(%p)	(4.3)	(25.5)	(9.7)

주가추이



자료: FnGuide

	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	24,165	1,256	750	6,435	190.4	1,792	12.7	7.7	1.3	11.0	3.3
2020F	24,470	3,222	2,278	19,546	203.8	3,763	4.2	3.1	1.1	28.1	11.1
2021F	24,237	3,530	2,506	21,504	10.0	4,076	3.8	2.5	0.9	25.7	11.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

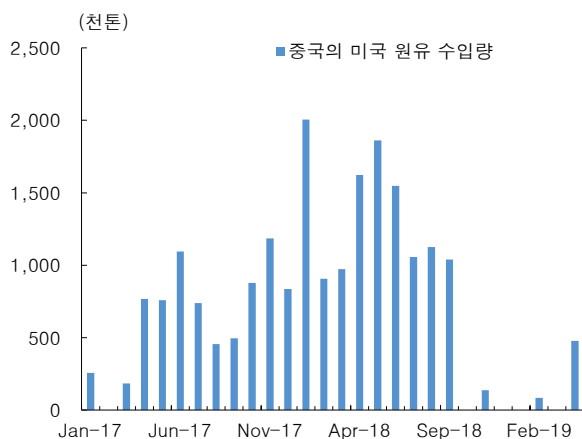
지나갈 악재와 다가올 호재 사이

대외적인 악재와 이례적으로 집중된 S-Oil의 정유 및 PX 설비보수를 반영한 올해 적정주가는 78,000원이다(동종업계 ROE-PBR 분석 기준). 그러나 일회성 악재들이 사라지고 2020년 구조적 호재로 개선될 실적을 감안한 적정주가는 227,000원이다. 두 시점의 평균 적정 주가는 153,000원으로 현재 목표주가보다 높다. 지금은 곧 하반기를 시작하는 시점이고 8월에서 늦어도 9월부터는 IMO의 구조적 변화의 시기가 도래한다는 점에서 현재 목표주가를 유지한다.

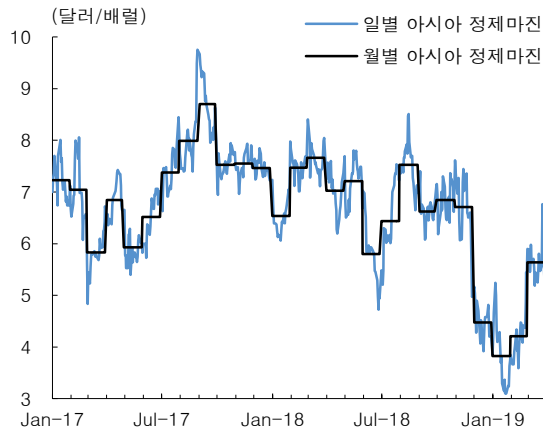
2분기 영업이익 전망 가정

2분기 한달후행 정제마진은 유가 상승과 1분기 저렴한 유가가 원가로 투입되며 9달러/배럴로 전분기대비 64% 개선될 것으로 예상했었다. 그러나 5월 중순 이후 유가가 재차 하락하며 2분기 누적평균 한달후행 정제마진은 현재 5달러/배럴이다. 1분기 저렴한 유가가 2분기로 이연 된 것을 감안하면 실질적인 한달후행 정제마진은 7달러/배럴 수준으로 추정되나, 확대된 유가 변동성을 감안해 5달러/배럴로 44% 하향 조정했다. 현재유가가 6월말까지 지속되면 재고평가손실이 900억원 이상 발생할 수 있으나, 일회성 손실이며 유가의 변동성을 감안해 2분기 실적에 반영하지 않았다. 한편 긍정적인 점은 신규 고도화설비인 RUC/ODC가 5월 마지막 주부터 한달간의 정기보수를 끝내고 정상가동을 시작했다. 현재 가동률은 80% 가까이 상승한 것으로 보여진다. 현재 기준 제품시황에 가동률 80%, 초기 가동에 발생할 수 있는 비용증가를 감안해도 6월에 기여할 수 있는 신규 고도화 설비의 영업이익은 200억원 수준으로 추정된다. 3분기부터는 600억원 이상 이익 기여를 할 수 있을 것으로 전망된다.

[그림 1] 무역분쟁으로 중국의 미국 원유도입 축소

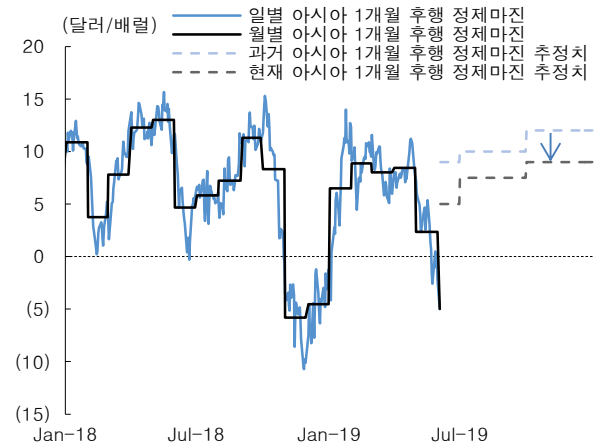


[그림 3] 원가 경쟁력 약화로 아시아 정제마진 축소



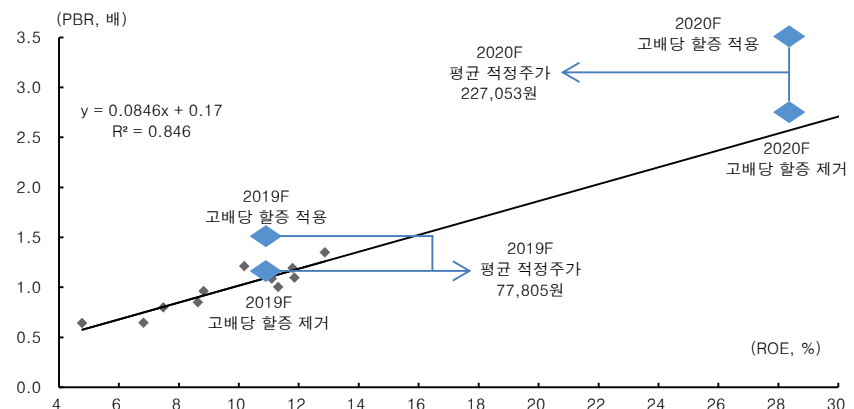
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 4] 5월 중순 이후 유가 하락으로 후행 정제마진 축소



자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 5] 대내외 악재속 낮아진 ROE는 2020년 구조적 호재로 크게 상승할 전망



주: 6월 4일 종가 기준
 자료: 블룸버그, 한국투자증권

<표 1> 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	23,150	24,165	4.4	23,702	24,470	3.2
영업이익	1,918	1,256	(34.5)	3,386	3,222	(4.8)
영업이익률	8.3	5.2	(3.1)	14.3	13.2	(1.1)
세전이익	1,724	1,042	(39.5)	3,312	3,163	(4.5)
순이익	1,273	751	(41.0)	2,451	2,278	(7.1)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	5,426	5,966	6,410	6,363	20,891	25,463	24,165	24,470
영업이익	255	403	316	(333)	270	143	357	486	1,373	639	1,256	3,222
영업이익률(%)	4.7	6.7	4.4	(4.9)	5.0	2.4	5.6	7.6	6.6	2.5	5.2	13.2
순이익	189	163	230	(328)	114	38	272	327	1,246	254	751	2,278
증가율(% YoY)												
매출액	4.1	28.7	37.9	18.0	0.3	(0.6)	(10.8)	(7.3)	28.0	326.8	277.0	284.6
영업이익	(23.7)	243.3	(42.9)	NM	6.2	(64.6)	13.0	NM	(15.1)	348.2	251.9	563.4
순이익	(98.8)	(90.0)	(98.9)	NM	(39.8)	(76.8)	18.4	NM	3.4	569.4	176.1	596.1
증가율(% QoQ)												
매출액	(6.9)	10.9	19.7	(4.5)	(20.9)	9.9	7.5	(0.7)				
영업이익	(31.1)	58.2	(21.6)	NM	NM	(47.2)	150.1	36.2				
순이익	(51.2)	(13.5)	40.6	NM	NM	(66.6)	616.7	20.3				
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)						259	316	389			1,216	1,659
						(45.0)	12.9	24.9			3.3	94.3
KIS 추정 영업이익 변화(%)						(53.5)	(38.2)	(36.4)			(47.0)	36.1

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 3〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	5,426	5,966	6,410	6,363	39,547	25,463	24,165	24,470
정유	4,341	4,754	5,728	5,303	4,074	4,829	4,879	4,879	16,412	20,126	18,662	18,775
유탄기유	379	420	409	427	365	408	471	471	1,615	1,635	1,716	1,849
석유화학	690	829	1,050	1,132	987	729	1,060	1,012	2,864	3,701	3,788	3,846
영업이익	255	403	316	-333	270	143	357	486	1,373	639	1,256	3,222
정유	89	305	170	-532	91	59	198	294	627	33	641	2,473
유탄기유	84	81	43	47	28	42	57	82	420	256	209	406
석유화학	81	17	102	151	151	42	102	110	326	351	405	343
영업이익률(%)	4.7	6.7	4.4	(4.9)	5.0	2.4	5.6	7.6	3.5	2.5	5.2	13.2
정유	2.1	6.4	3.0	(10.0)	2.2	1.2	4.1	6.0	3.8	0.2	3.4	13.2
유탄기유	22.2	19.3	10.6	11.1	7.8	10.3	12.1	17.4	26.0	15.6	12.2	22.0
석유화학	11.7	2.0	9.7	13.4	15.3	5.8	9.6	10.9	11.4	9.5	10.7	8.9

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	6,244	7,169	7,564
현금성자산	480	665	481	1,942	2,424
매출채권및기타채권	1,751	1,935	1,553	1,488	1,479
재고자산	2,791	3,139	3,753	3,302	3,225
비유동자산	8,313	10,101	10,022	9,788	9,550
투자자산	125	120	130	130	130
유형자산	7,969	9,741	9,552	9,325	9,092
무형자산	105	104	98	92	86
자산총계	15,087	15,955	16,266	16,958	17,114
유동부채	4,544	5,789	6,200	5,790	5,741
매입채무및기타채무	2,776	2,700	1,981	1,743	1,702
단기차입금및단기사채	1,355	2,359	2,241	2,141	2,141
유동성장기부채	14	576	372	373	373
비유동부채	3,700	3,697	2,899	2,139	899
사채	2,670	2,536	2,336	1,876	736
장기차입금및금융부채	804	929	128	192	256
부채총계	8,245	9,486	9,099	7,930	6,640
지배주주지분	6,843	6,469	7,167	9,028	10,474
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	5,521	7,383	8,829
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,843	6,469	7,167	9,028	10,474

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	1,143	(288)	1,637	2,667	2,914
당기순이익	1,246	258	750	2,278	2,506
유형자산감가상각비	285	346	528	533	538
무형자산상각비	9	8	8	8	7
자산부채변동	(236)	(882)	361	(139)	(126)
기타	(161)	(18)	(10)	(13)	(11)
투자활동현금흐름	(832)	(415)	(434)	(296)	(295)
유형자산투자	(2,414)	(2,041)	(340)	(306)	(306)
유형자산매각	3	0	0	0	0
투자자산순증	1,570	1,631	(0)	11	12
무형자산순증	(1)	(0)	(2)	(2)	(2)
기타	10	(5)	(92)	1	1
재무활동현금흐름	(598)	888	(1,374)	(910)	(2,136)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	205	1,506	(1,322)	(495)	(1,076)
배당금지급	(803)	(617)	(87)	(311)	(1,060)
기타	0	(1)	35	(104)	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	(287)	184	(170)	1,461	482

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

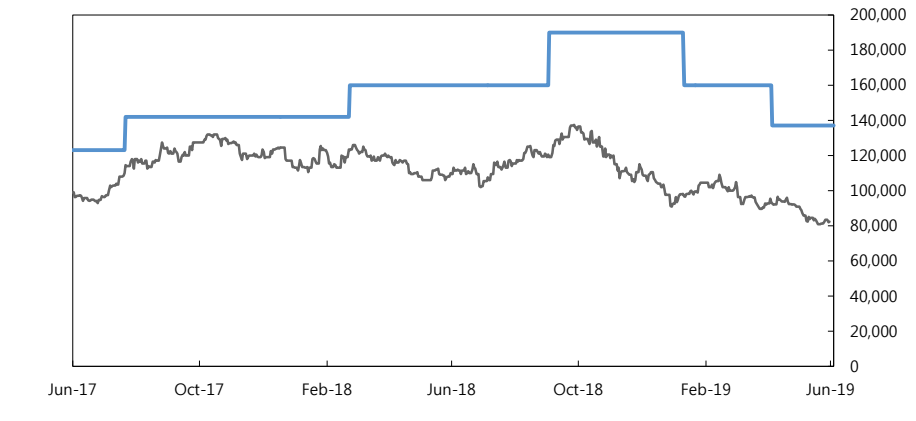
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	20,891	25,463	24,165	24,470	24,237
매출원가	18,783	24,200	22,282	20,611	20,068
매출총이익	2,108	1,263	1,884	3,860	4,169
판매관리비	735	624	628	637	639
영업이익	1,373	639	1,256	3,222	3,530
금융수익	330	117	164	65	52
이자수익	52	24	21	21	40
금융비용	127	237	379	124	102
이자비용	58	72	172	124	102
기타영업외손익	63	(191)	0	9	9
관계기업관련손익	5	4	10	12	12
세전계속사업이익	1,645	332	1,041	3,163	3,480
법인세비용	398	74	291	886	975
연결당기순이익	1,246	258	750	2,278	2,506
지배주주지분순이익	1,246	258	750	2,278	2,506
기타포괄이익	8	(14)	(1)	(1)	0
총포괄이익	1,254	244	749	2,277	2,506
지배주주지분포괄이익	1,254	244	749	2,277	2,506
EBITDA	1,667	994	1,792	3,763	4,076

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	10,706	2,216	6,435	19,546	21,504
BPS	58,698	55,496	61,478	77,442	89,840
DPS	5,900	750	2,667	9,106	9,106
성장성(% , YoY)					
매출증가율	28.0	21.9	(5.1)	1.3	(1.0)
영업이익증가율	(15.1)	(53.4)	96.4	156.6	9.5
순이익증가율	3.4	(79.3)	190.6	203.7	10.0
EPS증가율	3.4	(79.3)	190.4	203.8	10.0
EBITDA증가율	(12.4)	(40.4)	80.3	110.0	8.3
수익성(%)					
영업이익률	6.6	2.5	5.2	13.2	14.6
순이익률	6.0	1.0	3.1	9.3	10.3
EBITDA Margin	8.0	3.9	7.4	15.4	16.8
ROA	8.6	1.7	4.7	13.7	14.7
ROE	18.8	3.9	11.0	28.1	25.7
배당수익률	5.0	0.8	3.3	11.1	11.1
배당성향	55.1	33.9	41.4	46.6	42.3
안정성					
순차입금(십억원)	2,629	5,686	4,422	2,402	780
차입금/자본총계비율(%)	70.9	99.1	69.1	48.6	31.0
Valuation(X)					
PER	10.9	44.1	12.7	4.2	3.8
PBR	2.0	1.8	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	9.7	17.1	7.7	3.1	2.5

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 6월 5일 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.