

S-Oil(010950)

다가올 호재에 집중

유가회복으로 1분기 흑자전환
재고평가 이익 및 석유화학 부문이 추정치 상회
지나가는 악재에 붙잡혀 있기보다 다가올 호재에 집중할 시기

Facts : 유가회복으로 흑자전환

1분기 영업이익은 2,704억원으로 전년동기대비 6% 개선되고 전분기대비 흑자전환했다. 컨센서스 및 당사 영업이익 추정치도 각각 10%, 8% 상회했다. 1분기에 전체 사업부의 정기보수가 한달가량 진행됐으며 이에 따른 기회비용은 900억원 수준이다. 정기보수에도 불구하고 전분기대비 실적이 개선된 가장 큰 요인은 유가회복에 따른 재고 관련 이익 2,000억원이다. 한편 환차손 480억원 등 일회성 비용으로 순이익은 추정치를 하회했다.

Pros & cons : 정유, 윤활기유 추정치 하회했으나 석유화학이 상회

정유부문 영업이익은 957억원으로 흑자전환 했으나, 추정치는 12% 하회했다. 정기보수에 따른 판매량 감소가 하회요인이다. 신규 고도화설비인 RUC의 경우 5월 정기보수 실시 후 6월부터 100% 가동할 계획이다. 석유화학부문은 추정치를 큰 폭으로 상회했다. 신규 고도화설비인 ODC에 따른 이익기여와 정기보수를 대비해 PX 재고를 사전적으로 확보한 영향이 상회요인이다. 제2 PX 설비의 경우 3월 정기보수 이후에도 파손된 Internal Chamber 교체작업으로 8월말에 재가동될 계획이다. 다만 PX설비 이전 단계에서 생산되는 Mixed-Xylene(PX의 원재료)는 정기보수 기간에도 생산된다. 이를 외부 판매해 기회비용을 축소할 계획이다. 윤활기유부문은 정기보수에 따른 기회비용이 200억원 발생해 영업이익은 272억원을 기록하며 전분기대비 43% 감소하고 추정치도 큰 폭으로 하회했다.

Action : 다가올 호재를 기다릴 시기

4분기부터 유가 폭락, 배당 축소 그리고 예상보다 길어지는 설비보수 등 다양한 악재가 실적감소 및 주가하락 요인으로 작용했다. 그러나 악재는 주가에 이미 반영되었다. 이제는 개선될 하반기와 2020년을 바라보고 매수관점을 강화할 시기다. 휘발유 마진 및 유가는 이미 큰 폭으로 회복했다. 앞으로도 긍정적 요인이 줄줄이 대기하고 있다. 신규 고도화설비(RUC, ODC) 정상가동에 따른 하반기 이익 개선, 4분기 미국 원유 수출 파이프라인 가동에 따른 원가 경쟁력 회복 그리고 2020년 국제해사기구(IMO)의 황 함유량 규제 등 긍정적 요인에 집중할 시기다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 137,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/23)	2,221
주가(4/23)	94,700
시가총액(십억원)	10,662
발행주식수(백만)	113
52주 최고/최저(원)	137,500/89,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	33,532
유동주식비율/외국인지분율(%)	36.5/79.1
주요주주(%)	Aramco Overseas Company BV 외 12 인 63.5
	국민연금 6.1

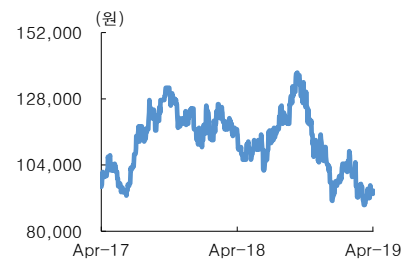
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	44.1	8.7	4.5
PBR(x)	1.8	1.4	1.2
ROE(%)	3.9	18.0	28.5
DY(%)	0.8	4.8	9.2
EV/EBITDA(x)	17.1	6.2	3.5
EPS(원)	2,216	10,920	21,029
BPS(원)	55,496	65,538	82,038

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.5)	(24.2)	(18.0)
KOSPI 대비(%p)	(3.0)	(29.7)	(7.8)

주가추이



자료: FnGuide

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	5,410.9	6,003.1	7,187.9	6,861.3	5,426.2	(20.9)	0.3	5,739.7
영업이익	254.5	402.6	315.7	(333.5)	270.4	NM	6.2	244.9
영업이익률	4.7	6.7	4.4	(4.9)	5.0	NM	0.3	4.3
세전이익	258.2	214.5	315.5	(456.4)	157.5	NM	(39.0)	193.4
순이익	188.7	163.2	229.9	(323.8)	113.8	NM	(39.7)	161.1

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	23,647	23,150	(2.1)	23,702	23,702	0.0
영업이익	1,956	1,918	(1.9)	3,386	3,386	0.0
영업이익률	8.3	8.3	0.0	14.3	14.3	0.0
세전이익	1,928	1,724	(10.6)	3,376	3,312	(1.9)
순이익	1,438	1,273	(11.5)	2,518	2,451	(2.7)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	5,426	5,756	6,011	5,957	20,891	25,463	23,150	23,702
영업이익	255	403	316	(333)	270	307	578	763	1,373	639	1,918	3,386
영업이익률(%)	4.7	6.7	4.4	(4.9)	5.0	5.3	9.6	12.8	6.6	2.5	8.3	14.3
순이익	189	163	230	(328)	114	203	409	548	1,246	254	1,273	2,451
증가율(% YoY)												
매출액	4.1	28.7	37.9	18.0	0.3	(4.1)	(16.4)	(13.2)	28.0	21.9	(9.1)	2.4
영업이익	(23.7)	243.3	(42.9)	NM	6.2	(23.8)	82.9	NM	(15.1)	(53.4)	200.0	76.5
순이익	(98.8)	(90.0)	(98.9)	NM	(39.7)	24.1	78.0	NM	3.4	(79.6)	401.2	92.6
증가율(% QoQ)												
매출액	(6.9)	10.9	19.7	(4.5)	(20.9)	6.1	4.4	(0.9)				
영업이익	(31.1)	58.2	(21.6)	NM	NM	13.5	88.1	32.2				
순이익	(51.2)	(13.5)	40.6	NM	NM	78.0	101.6	34.0				
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)					245	313	371	386			1,362	1,744
KIS 추정 영업이익 변화(%)					10.4	(2.0)	55.6	97.9			40.8	94.1
					8.0	(6.3)	(6.0)	0.0			(19.0)	43.0

자료: 블룸버그, 한국투자증권

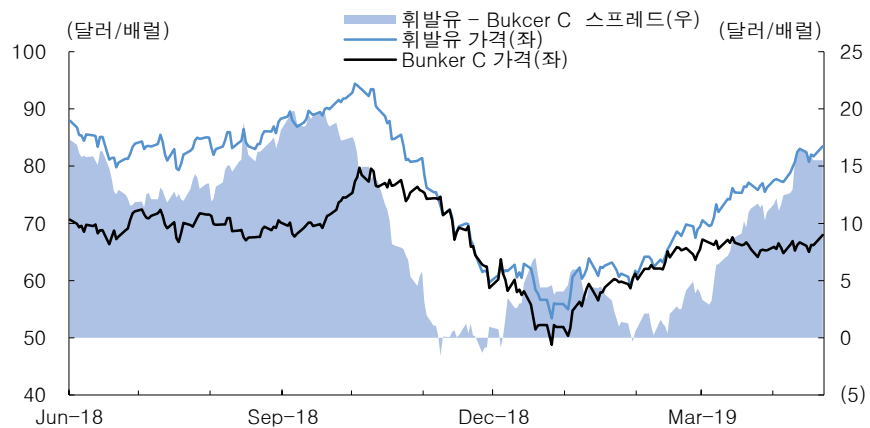
〈표 4〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	5,426	5,756	6,011	5,957	38,779	25,463	23,150	23,702
정유	4,341	4,754	5,728	5,303	4,074	4,401	4,401	4,401	16,412	20,126	17,278	17,605
유탄기유	379	420	409	427	365	459	459	459	1,615	1,635	1,742	1,863
석유화학	690	829	1,050	1,132	987	896	1,151	1,096	2,864	3,701	4,130	4,235
영업이익	255	403	316	(333)	270	307	578	763	1,373	639	1,918	3,386
정유	89	305	170	(532)	96	214	419	563	627	33	1,292	2,637
유탄기유	84	81	43	47	27	42	57	90	420	256	216	406
석유화학	81	17	102	151	148	51	102	110	326	351	411	343
영업이익률(%)	4.7	6.7	4.4	(4.9)	5.0	5.3	9.6	12.8	3.5	2.5	8.3	14.3
정유	2.1	6.4	3.0	(10.0)	2.3	4.9	9.5	12.8	3.8	0.2	7.5	15.0
유탄기유	22.2	19.3	10.6	11.1	7.5	9.1	12.4	19.6	26.0	15.6	12.4	21.8
석유화학	11.7	2.0	9.7	13.4	14.9	5.7	8.9	10.0	11.4	9.5	9.9	8.1

자료: 한국투자증권

[그림 1] 신규 고도화설비(RUC)의 채산성도 가파르게 회복 중



자료: 페트로넷, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

S-Oil은 1976년 설립해 석유류 제품, 운환기유 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	6,022	6,514	6,322
현금성자산	480	665	1,364	1,986	1,831
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	16,625	17,613	17,913
유동부채	4,544	5,789	5,477	5,301	5,281
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	8,971	8,035	6,775
지배주주지분	6,843	6,469	7,640	9,564	11,124
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	6,008	7,932	9,493
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,843	6,469	7,640	9,564	11,124

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	1,143	(288)	2,442	2,956	3,034
당기순이익	1,246	258	1,273	2,451	2,573
유형자산감가상각비	285	346	514	519	525
무형자산상각비	9	8	8	8	8
자산부채변동	(236)	(882)	659	(10)	(61)
기타	(161)	(18)	(12)	(12)	(11)
투자활동현금흐름	(832)	(415)	(1,016)	(1,013)	(1,013)
유형자산투자	(2,414)	(2,041)	(1,016)	(1,016)	(1,016)
유형자산매각	3	0	0	0	0
투자자산순증	1,570	1,631	(3)	12	12
무형자산순증	(1)	(0)	(9)	(9)	(9)
기타	10	(5)	12	0	0
재무활동현금흐름	(598)	888	(727)	(1,322)	(2,189)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	205	1,506	(640)	(795)	(1,176)
배당금지급	(803)	(617)	(87)	(527)	(1,013)
기타	0	(1)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	7
현금의증가	(287)	184	699	622	(161)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

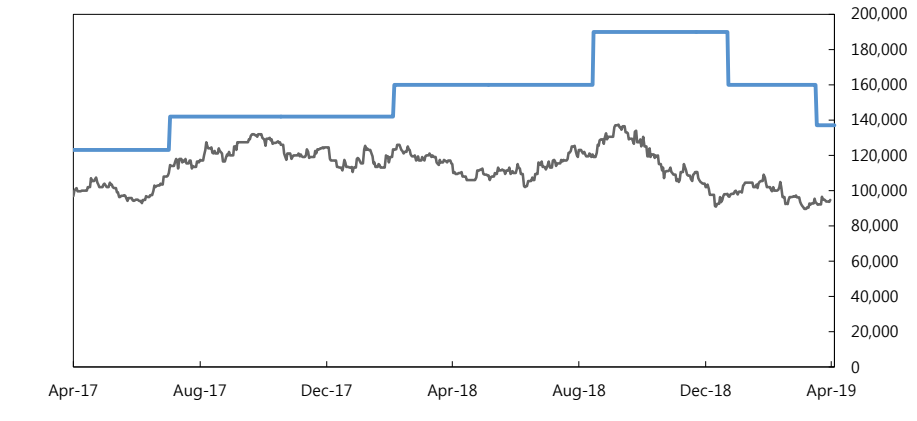
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	20,891	25,463	23,150	23,702	23,635
매출원가	18,783	24,200	20,494	19,557	19,339
매출총이익	2,108	1,263	2,656	4,146	4,296
판매관리비	735	624	738	760	770
영업이익	1,373	639	1,918	3,386	3,525
금융수익	330	117	56	46	56
이자수익	52	24	43	34	44
금융비용	127	237	251	121	104
이자비용	58	72	138	121	104
기타영업외손익	63	(191)	0	9	9
관계기업관련손익	5	4	12	12	12
세전계속사업이익	1,645	332	1,724	3,312	3,478
법인세비용	398	74	451	861	904
연결당기순이익	1,246	258	1,273	2,451	2,573
지배주주지분순이익	1,246	258	1,273	2,451	2,573
기타포괄이익	8	(14)	(14)	0	0
총포괄이익	1,254	244	1,258	2,451	2,573
지배주주지분포괄이익	1,254	244	1,258	2,451	2,573
EBITDA	1,667	994	2,441	3,913	4,058

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	10,706	2,216	10,920	21,029	22,083
BPS	58,698	55,496	65,538	82,038	95,419
DPS	5,900	750	4,522	8,703	8,703
성장성(% YoY)					
매출증가율	28.0	21.9	(9.1)	2.4	(0.3)
영업이익증가율	(15.1)	(53.4)	200.0	76.5	4.1
순이익증가율	3.4	(79.3)	393.2	92.6	5.0
EPS증가율	3.4	(79.3)	392.8	92.6	5.0
EBITDA증가율	(12.4)	(40.4)	145.6	60.3	3.7
수익성(%)					
영업이익률	6.6	2.5	8.3	14.3	14.9
순이익률	6.0	1.0	5.5	10.3	10.9
EBITDA Margin	8.0	3.9	10.5	16.5	17.2
ROA	8.6	1.7	7.8	14.3	14.5
ROE	18.8	3.9	18.0	28.5	24.9
배당수익률	5.0	0.8	4.8	9.2	9.2
배당성향	55.1	33.9	41.4	41.3	39.4
안정성					
순차입금(십억원)	2,629	5,690	4,222	2,741	1,656
차입금/자본총계비율(%)	70.9	99.1	73.7	49.9	31.8
Valuation(X)					
PER	10.9	44.1	8.7	4.5	4.3
PBR	2.0	1.8	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	9.7	17.1	6.2	3.5	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 24일 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
- 중 립 : 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
- 중 립 : 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.