

S-Oil(010950)

2Q19 Preview: 과거보다는 미래

6월 유가 급락이 2분기 실적 하향 요인

2분기 실적은 적자 전환될 전망이다. 이를 반영해 2019년 영업이익 추정치를 16% 하향했다. 원인은 6월 유가 급락이다. Dubai 기준 4~5월 평균 70달러/배럴을 기록했던 유가는 6월 평균 62달러/배럴로 8달러/배럴 급락했다. 이로 인해 실적을 좌우하는 한달 후행 정제마진이 4~5월 평균 5.4달러/배럴에서 6월 -3.6달러/배럴로 급격하게 축소되었다. 또한 3월 평균 대비 6월 평균 유가가 5달러/배럴 하락해 재고평가손실도 840억원 발생할 전망이다. 유가하락에 따른 재고평가손실과 기존 추정치 대비 1.5달러/배럴 낮은 한달 후행 정제마진을 반영, 2분기 정유사업부 실적전망을 영업이익 590억원에서 영업적자 1,420억원으로 하향했다.

실적을 좌우하는 선행지표는 이미 급반등

그러나 7월 현재까지 평균 스왑과 한달 후행 정제마진은 7.5달러/배럴, 10.7달러/배럴로 2분기 평균 대비 각각 82%, 328% 확대되었다. 작년 4분기부터 올해 상반기까지 역사적 저점으로 아시아 정제마진을 하락시킨 확대된 Dubai-WTI 간극이(원가경쟁력 훼손) 6월 중순 이후 축소되었기 때문이다. 정유제품 수급은 타이트하다(2019/7/1 '하반기 반등을 기다리자' 참고). 비정상적으로 확대된 유종간 간극이 아시아 정제마진의 약세원인이었고 이는 중국이 미국원유 수입을 10월부터 중단했기 때문에 발생했다. 중국은 미국의 이란산 원유수출 제재 이후 4월부터 점진적으로 미국산 원유 수입을 재개하며 간극은 축소되었다. 특히, 하반기와 내년에는 Dubai가 WTI 대비 더욱 저렴해지며 원가경쟁력 우위를 점할 가능성도 배제할 수 없다. 미국 원유수출 파이프라인 완공과 국제해사기구(IMO)의 선박용 원료황 규제 모두 상대적 관점에서 WTI 강세, Dubai 약세 요인이기 때문이다.

정제마진 중장기적으로 우상향

매수 투자 의견과 목표주가를 유지한다. 유가 급락에 따른 부진한 2분기 실적보다 주가와 실적의 선행지표인 아시아 스왑 정제마진의 방향성이 더욱 중요하기 때문이다. 최근 시장은 급격히 상승한 정제마진의 지속 가능성을 지켜보는 듯하다.

	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	24,149	1,061	568	4,876	120.1	1,597	18.9	9.5	1.5	8.4	2.2
2020F	24,470	3,222	2,276	19,532	300.5	3,763	4.7	3.5	1.2	28.6	9.9
2021F	24,237	3,530	2,504	21,492	10.0	4,076	4.3	2.8	1.0	26.0	9.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 137,000원(유지)

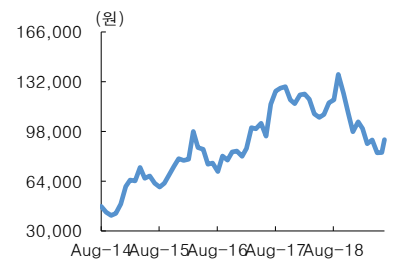
Stock Data

KOSPI(7/15)	2,082
주가(7/15)	92,400
시가총액(십억원)	10,403
발행주식수(백만)	113
52주 최고/최저(원)	137,500/80,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	29,965
유동주식비율/외국인지분율(%)	36.5/78.6
주요주주(%)	Aramco Overseas Company BV 외 11 인 63.5
	국민연금공단 6.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.1	(4.4)	(15.6)
KOSPI 대비(%p)	11.7	(3.7)	(5.7)

주가추이



자료: FnGuide

이도연

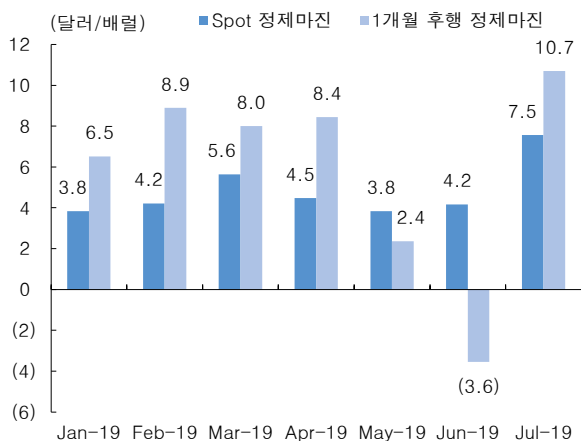
daniel.dy.lee@truefriend.com

그러나 역사적 저점까지 하락한 잉여 정유 생산설비, 4분기~1분기 계절적 성수기, 미국 원유수출 및 IMO에 따른 물리적 변화까지 감안하면 정제마진은 중장기적으로 역사적 고점인 8달러/배럴을 돌파하고 11달러/배럴 이상에서 안착할 전망이다.

정제마진 반등 최대 수혜주

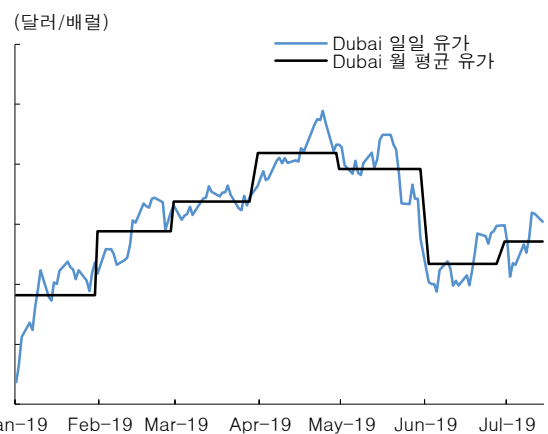
특히, S-Oil은 하반기와 2020년에 휘발유 마진 및 정제마진 반등에 따른 수혜가 국내 정유사 중 가장 크다. 신규 고도화설비인 RUC/ODC의 이익기여와 PX 설비 재가동이 예정되어 있기 때문이다. RUC 가동률은 정기보수 후 5월말부터 재가동해 현재 100% 가동률을 유지하고 있다. ODC 또한 PO부문 가동률 100%, PP부문 가동률 80% 수준이다. No. 2 PX 설비도 이달 말이면 5개월간 지속된 보수를 마무리하고 재가동될 계획이다. 정제마진 반등에 설비보수가 모두 마무리됨에 따라 하반기 영업이익은 상반기 대비 286% 개선된 8,426억원을 기록할 전망이다.

[그림 1] 유가 급락으로 6월 한달 후행 정제마진 축소



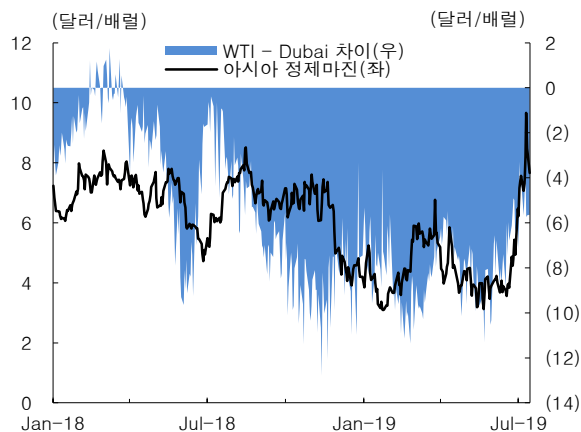
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 2] 6월 유가 급락으로 재고평가손실 발생



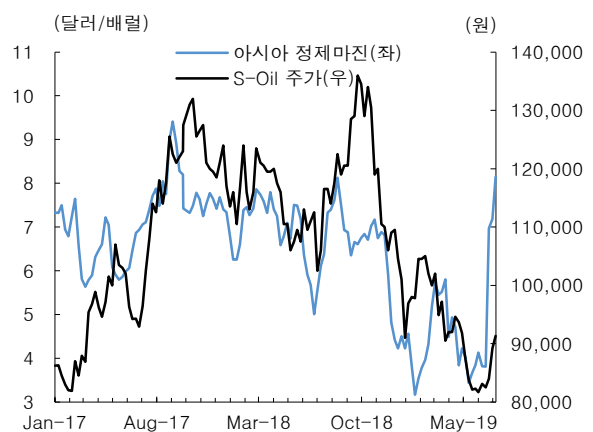
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 3] 아시아 스팟 정제마진은 6월 중순 이후 원가경쟁력 회복으로 급반등



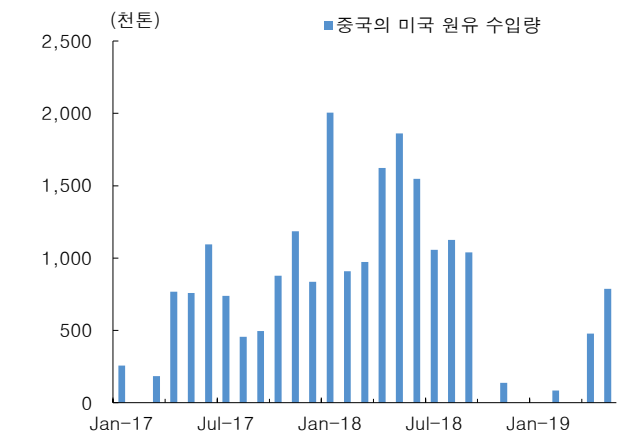
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 4] 최근 정제마진 상승은 주가에 미반영



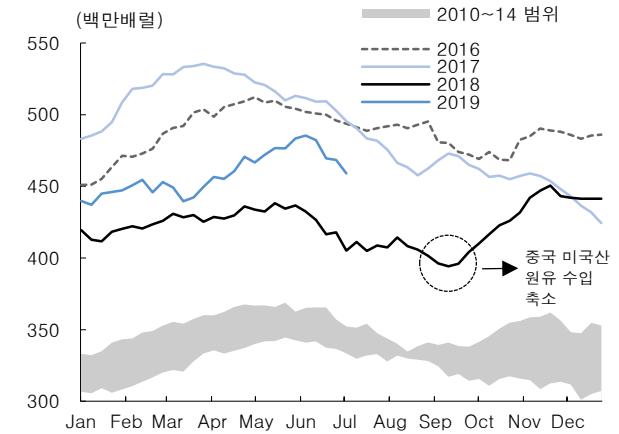
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 5] 4월부터 중국의 미국 원유 수입재개



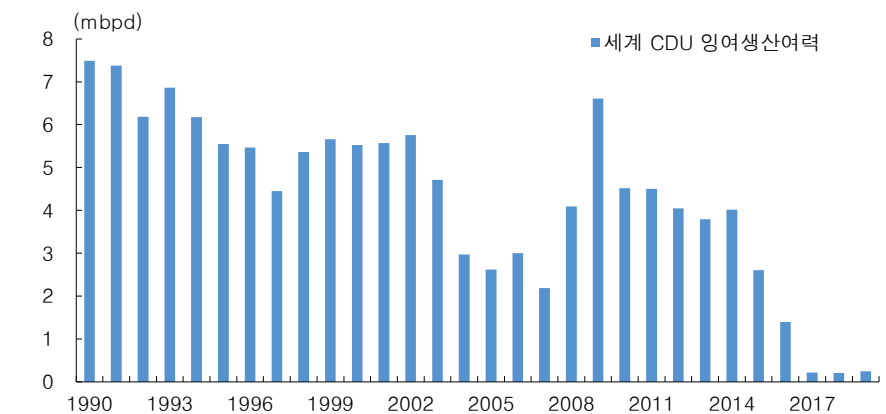
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 6] 미국 원유재고 하락 추세 지속



자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 7] 2015년부터 정유제품 수급은 빠르게 타이트해짐



자료: 산업자료, 한국투자증권

〈표 1〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	24,165	24,149	(0.1)	24,470	24,470	0.0
영업이익	1,256	1,061	(15.5)	3,222	3,222	0.0
영업이익률	5.2	4.4	(0.8)	13.2	13.2	0.0
세전이익	1,042	790	(24.2)	3,163	3,161	(0.1)
순이익	751	569	(24.2)	2,278	2,276	(0.1)

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	5,950	6,410	6,363	20,891	25,463	24,149	24,470
영업이익	255	403	316	(333)	270	(52)	357	486	1,373	639	1,061	3,222
영업이익률(%)	4.7	6.7	4.4	(4.9)	5.0	(0.9)	5.6	7.6	6.6	2.5	4.4	13.2
순이익	189	163	230	(328)	114	(100)	229	327	1,246	254	569	2,276
증가율(% YoY)												
매출액	4.1	28.7	37.9	18.0	0.3	(0.9)	(10.8)	(7.3)	28.0	21.9	(5.2)	1.3
영업이익	(23.7)	243.3	(42.9)	NM	6.2	NM	13.0	NM	(15.1)	(53.4)	65.9	203.8
순이익	(52.1)	143.9	(42.4)	NM	(39.8)	NM	(0.2)	NM	3.4	(79.6)	124.1	300.0
증가율(% QoQ)												
매출액	(6.9)	10.9	19.7	(4.5)	(20.9)	9.6	7.7	(0.7)				
영업이익	(31.1)	58.2	(21.6)	NM	NM	NM	NM	36.2				
순이익	(51.2)	(13.5)	40.6	NM	NM	NM	NM	42.6				
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)						97	254	339			998	1,563
						NM	40.7	43.5			6.3	106.1
KIS 추정 영업이익 변화(%)						NM	0.0	0.0			(15.5)	0.0

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	5,950	6,410	6,363	39,547	25,463	24,149	24,470
정유	4,341	4,754	5,728	5,303	4,074	4,821	4,879	4,879	16,412	20,126	18,654	18,775
유탄기유	379	420	409	427	365	407	471	471	1,615	1,635	1,715	1,849
석유화학	690	829	1,050	1,132	987	722	1,060	1,012	2,864	3,701	3,780	3,846
영업이익	255	403	316	(333)	270	(52)	357	486	1,373	639	1,061	3,222
정유	89	305	170	(532)	91	(142)	198	294	627	33	440	2,473
유탄기유	84	81	43	47	28	42	57	82	420	256	209	406
석유화학	81	17	102	151	151	48	102	110	326	351	411	343
영업이익률(%)	4.7	6.7	4.4	(4.9)	5.0	(0.9)	5.6	7.6	3.5	2.5	4.4	13.2
정유	2.1	6.4	3.0	(10.0)	2.2	(2.9)	4.1	6.0	3.8	0.2	2.4	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	6.6	9.6	10.9	11.4	9.5	10.9	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	6,080	7,061	7,455
현금성자산	480	665	317	1,834	2,315
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	16,102	16,850	17,005
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	7,929	6,640
지배주주지분	6,843	6,469	7,003	8,920	10,365
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	5,357	7,275	8,720
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,843	6,469	7,003	8,920	10,365

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	1,143	(288)	1,456	2,666	2,913
당기순이익	1,246	258	568	2,276	2,504
유형자산감가상각비	285	346	528	533	538
무형자산상각비	9	8	8	8	7
자산부채변동	(236)	(882)	361	(139)	(126)
기타	(161)	(18)	(9)	(12)	(10)
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	(1,356)	(853)	(2,136)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	205	1,506	(1,322)	(495)	(1,076)
배당금지급	(803)	(617)	(87)	(235)	(1,060)
기타	0	(1)	53	(123)	0
기타현금흐름	(0)	0	(13)	0	0
현금의증가	(287)	184	(348)	1,517	481

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

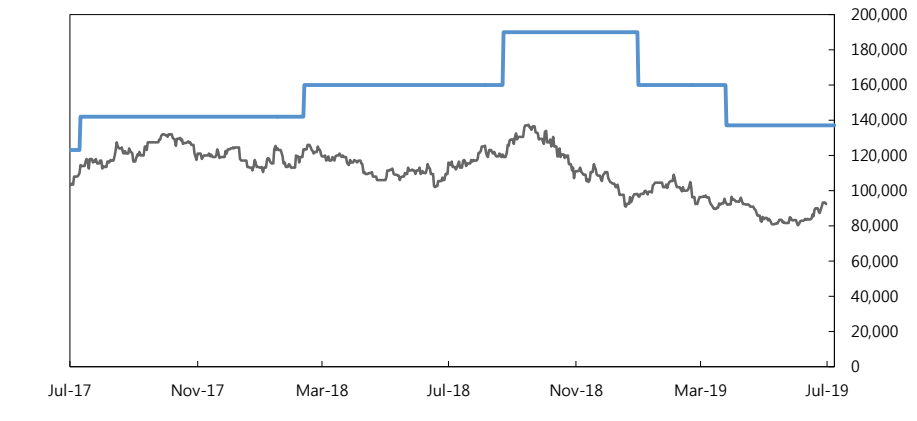
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	20,891	25,463	24,149	24,470	24,237
매출원가	18,783	24,200	22,461	20,611	20,068
매출총이익	2,108	1,263	1,688	3,860	4,169
판매관리비	735	624	628	637	639
영업이익	1,373	639	1,061	3,222	3,530
금융수익	330	117	106	63	50
이자수익	52	24	19	19	38
금융비용	127	237	378	124	102
이자비용	58	72	172	124	102
기타영업외손익	63	(191)	0	9	9
관계기업관련손익	5	4	10	12	12
세전계속사업이익	1,645	332	789	3,161	3,478
법인세비용	398	74	220	885	974
연결당기순이익	1,246	258	568	2,276	2,504
지배주주지분순이익	1,246	258	568	2,276	2,504
기타포괄이익	8	(14)	(1)	(1)	0
총포괄이익	1,254	244	568	2,275	2,504
지배주주지분포괄이익	1,254	244	568	2,275	2,504
EBITDA	1,667	994	1,597	3,763	4,076

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	10,706	2,216	4,876	19,532	21,492
BPS	58,698	55,496	60,070	76,517	88,902
DPS	5,900	750	2,021	9,106	9,106
성장성(% YoY)					
매출증가율	28.0	21.9	(5.2)	1.3	(1.0)
영업이익증가율	(15.1)	(53.4)	65.9	203.8	9.5
순이익증가율	3.4	(79.3)	120.3	300.5	10.0
EPS증가율	3.4	(79.3)	120.1	300.5	10.0
EBITDA증가율	(12.4)	(40.4)	60.7	135.7	8.3
수익성(%)					
영업이익률	6.6	2.5	4.4	13.2	14.6
순이익률	6.0	1.0	2.4	9.3	10.3
EBITDA Margin	8.0	3.9	6.6	15.4	16.8
ROA	8.6	1.7	3.5	13.8	14.8
ROE	18.8	3.9	8.4	28.6	26.0
배당수익률	5.0	0.8	2.2	9.9	9.9
배당성향	55.1	33.9	41.4	46.6	42.3
안정성					
순차입금(십억원)	2,629	5,686	4,586	2,510	889
차입금/자본총계비율(%)	70.9	99.1	70.7	49.2	31.4
Valuation(X)					
PER	10.9	44.1	18.9	4.7	4.3
PBR	2.0	1.8	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	9.7	17.1	9.5	3.5	2.8

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 7월 16일 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. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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
- 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.