



# BUY(Maintain)

목표주가: 155,000원  
주가(10/26): 125,000원  
시가총액: 144,348억원

### 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (10/26)	2,027.15pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	137,500원	102,000원
등락률	-9.09%	22.55%
수익률	절대	상대
1W	-4.2%	10.5%
6M	13.1%	38.1%
1Y	-0.4%	21.9%

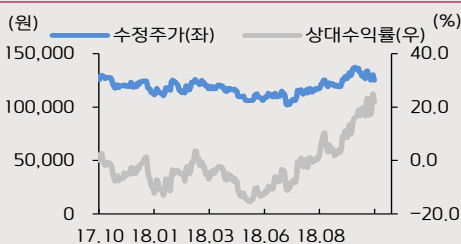
### Company Data

발행주식수	116,605천주
일평균 거래량(3M)	273천주
외국인 지분율	76.72%
배당수익률(18E)	4.72%
BPS(18E)	60,562원
주요 주주	Aramco Overseas 63.46%
	국민연금관리공단 6.07%

### 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	163,218	208,914	260,101	278,860
보고영업이익	16,169	13,733	14,034	18,332
핵심영업이익	16,169	13,733	14,034	16,822
EBITDA	19,036	16,674	16,863	20,205
세전이익	15,751	16,449	12,333	17,320
순이익	12,054	12,465	9,061	12,620
지배주주지분순이익	12,054	12,465	9,061	12,620
EPS(원)	10,337	10,690	7,771	10,823
증감률(%YoY)	90.9	3.4	-27.3	39.3
PER(배)	8.2	10.9	16.1	11.5
PBR(배)	1.5	2.0	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	5.4	9.7	11.2	8.3
보고영업이익률(%)	9.9	6.6	5.4	6.6
핵심영업이익률(%)	9.9	6.6	5.4	6.0
ROE(%)	20.5	18.8	13.0	17.2
순부채비율( )	7.8	38.3	61.9	29.3

### Price Trend



# S-Oil (010950)

## 잔사유부터 통합된 RUC/ODC 프로젝트 가동



S-Oil의 올해 3분기 영업이익은 3,157억원으로 시장 기대치를 하회하였습니다. 전 분기 대비 PX 스프레드 급등으로 석유화학부문의 증익이 컸지만, 재고평가이익 감소 및 윤활기유 업황 둔화에 기인합니다. 한편 동사의 신규 성장동력인 RUC/ODC 프로젝트는 올해 3분기에 가동률 증가 및 운전 안정화 단계를 마쳤으며, 11월부터 본격적인 상업화가 되며, 전사 실적에 기여할 전망이다.

### >>> 올해 3분기 영업이익, 시장 기대치 하회

S-Oil의 올해 3분기 실적은 매출액 7조1,879억원(YoY +37.9%, QoQ +19.7%), 영업이익 3,157억원(YoY -42.9%, QoQ -21.6%)을 기록하며 시장 기대치(영업이익 3,614억원)를 하회하였다. 재고평가이익이 전 분기 대비 약 1,350억원이 감소하였고, 윤활기유부문의 스프레드가 축소되었기 때문이다.

정유부문 영업이익은 1,704억원으로 전 분기 대비 44.2% 감소하였다. 유가 상승 및 판매량 증가로 전 분기 대비 매출액이 20.5% 증가하였지만, 재고평가이익 축소에 기인한다.

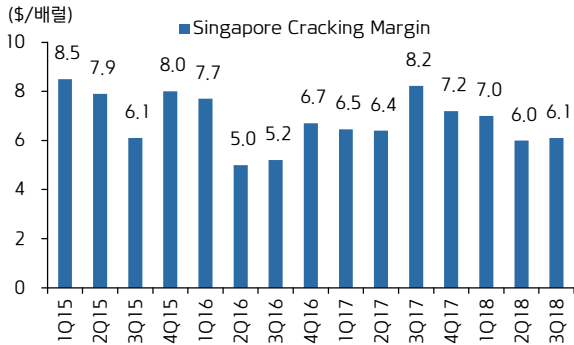
석유화학부문 영업이익은 1,021억원으로 전 분기 대비 518.8% 증가하였다. 벤젠 스프레드의 축소에도 불구하고, 1) 전 분기 PX 플랜트 정기보수 및 공정 트러블 등에 따른 물량 측면의 기저 효과가 발생하였고, 2) 폴리에스터 수요가 견조한 가운데, 신규 공급 물량의 정상 가동 지연으로 PX 스프레드가 전 분기 대비 급격히 개선되었기 때문이다.

윤활기유부문 영업이익은 432억원으로 전 분기 대비 46.6% 감소하였다. 1) 타 석유제품 대비 Lagging 타입이 길어, 부정적 래깅 효과가 발생하였고, 2) 사우디아라비아 등에서 일부 저가 물량이 유입되었으며, 3) 계절적 비수기에 기인한다.

### >>> RUC/ODC 프로젝트, 11월부터 본격적인 상업화 개시

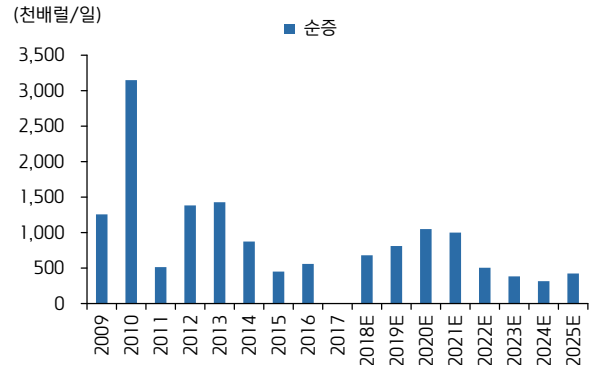
약 5조원이 투자된 동사의 RUC/ODC 프로젝트는 3분기에 가동률 증가 및 운전 안정화 단계를 성공적으로 마쳤으며, 현재 일부 공정을 제외하고는 100%로 가동하고 있는 것으로 보인다. 본격적인 상업화는 11월에 시작해서 올해 4분기부터 RUC/ODC 프로젝트가 동사 실적에 기여할 것으로 보인다. 이번 RUC/ODC 프로젝트의 본격 가동으로 동사의 석유화학 제품 중 올레핀 비중은 기존 8% 수준에서 37%로 확대되며, 수익성 개선 및 제품 포트폴리오 안정성에 기여할 전망이다. 한편 PP/PO는 경쟁사 대비 초도 공급 물량의 판가는 디스카운트된 것으로 보이지만, 잔사유부터 통합으로 차별화된 마진율이 예상되며, 초도 물량 안정성 확보 이후 가격 갭도 줄어들 것으로 예상된다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 155,000원 유지한다.

싱가폴 크래킹 마진 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아태평양/중동 CDU 순증 추이



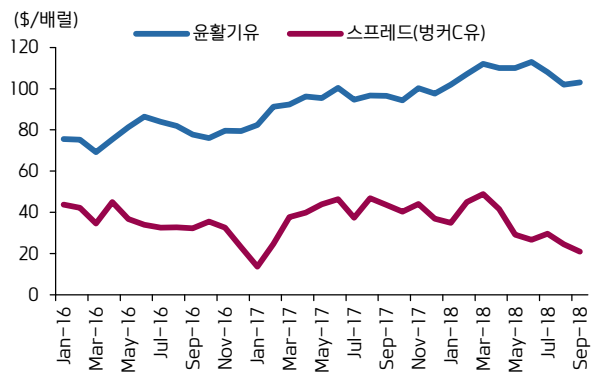
자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 PX 신증설 계획(업체별)

업체	국가	생산능력(천톤)	상업화 시기
Petro Rabigh	Saudi Arabia	1,350	2018
Petrovietnam	Vietnam	700	2018
Saudi Aramco	Saudi Arabia	800	2019
Zhejiang Petrochemical	China	4,000	2020-21
Hengli Petrochemical	China	4,500	2020-22
CNOOC-Kings	China	960	2021
Zhejiang Hengyi	Brunei	1,500	2021
합계		13,810	

자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 유탄기유 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	6,003	7,188	7,408	16,322	20,891	26,010	27,886
정유	4,044	3,699	4,107	4,562	4,341	4,754	5,728	5,962	12,464	16,412	20,786	22,203
석유화학	771	561	700	532	532	829	1,050	1,050	2,544	2,864	3,620	4,208
유탄기유	385	406	405	378	378	420	409	396	1,314	1,615	1,605	1,474
영업이익	333	117	553	369	256	403	316	431	1,617	1,373	1,403	1,833
%OP	6.4	2.5	10.6	6.4	4.7	6.7	4.4	5.8	9.9%	6.6	5.4	6.6
정유	100	-85	336	266	90	305	170	212	759	627	778	884
석유화학	140	73	91	23	81	17	102	140	517	326	340	560
유탄기유	84	129	126	80	84	81	43	78	418	420	287	390

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	178,903	163,218	208,914	260,101	278,860
매출원가	164,388	140,209	187,831	236,855	248,653
매출총이익	14,515	23,010	21,082	23,246	30,207
판매비및일반관리비	6,339	6,841	7,350	9,212	13,385
영업이익(보고)	8,176	16,169	13,733	14,034	18,332
영업이익(핵심)	8,176	16,169	13,733	14,034	16,822
영업외손익	-49	-418	2,716	-1,700	498
이자수익	350	545	524	262	692
배당금수익	0	8	12	6	16
외환이익	3,878	4,349	5,687	2,844	5,801
이자비용	358	563	583	370	769
외환손실	5,165	5,021	3,271	1,636	3,337
관계기업지분법손익	98	66	51	55	53
투자및기타자산처분손익	-11	-17	-6	-3	-6
금융상품평가및기타금융이익	550	-319	349	-1,731	-1,952
기타	610	534	-48	-1,127	0
법인세차감전이익	8,127	15,751	16,449	12,333	17,320
법인세비용	1,814	3,697	3,984	3,272	4,701
유효법인세율 (%)	22.3%	23.5%	24.2%	26.5%	27.1%
당기순이익	6,313	12,054	12,465	9,061	12,620
지배주주지분순이익(억원)	6,313	12,054	12,465	9,061	12,620
EBITDA	10,908	19,036	16,674	16,863	20,205
현금순이익(Cash Earnings)	9,045	14,921	15,407	11,891	16,002
수정당기순이익	5,895	12,311	12,205	10,795	14,577
증감율(% YoY)					
매출액	-37.4	-8.8	28.0	24.5	7.2
영업이익(보고)	N/A	97.8	-15.1	2.2	30.6
영업이익(핵심)	N/A	97.8	-15.1	2.2	19.9
EBITDA	2,081.6	74.5	-12.4	1.1	19.8
지배주주지분 당기순이익	N/A	90.9	3.4	-27.3	39.3
EPS	N/A	90.9	3.4	-27.3	39.3
수정순이익	N/A	108.8	-0.9	-11.5	35.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	24,756	17,220	11,433	12,305	17,525
당기순이익	6,313	12,054	12,465	9,061	12,620
감가상각비	2,642	2,784	2,854	2,755	3,320
무형자산상각비	90	83	88	74	63
외환손익	106	988	-803	-1,208	-2,464
자산처분손익	731	841	246	3	6
지분법손익	-98	-66	-51	-55	-53
영업활동자산부채 증감	14,719	-1,882	-2,363	-3,419	-1,253
기타	252	2,418	-1,002	5,093	5,288
투자활동현금흐름	-28,019	-19,669	-8,322	-23,745	-6,712
투자자산의 처분	-20,526	-9,357	16,022	-4,656	-1,706
유형자산의 처분	34	71	26	0	0
유형자산의 취득	-6,544	-10,636	-24,141	-19,086	-5,000
무형자산의 처분	-31	-67	-13	0	0
기타	-951	319	-216	-3	-6
재무활동현금흐름	-1,841	8,111	-5,983	6,965	-3,196
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-559	10,208	2,051	13,360	3,500
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,282	-2,096	-8,034	-6,870	-6,870
기타	0	0	0	474	174
현금및현금성자산의순증가	-5,103	5,662	-2,874	-4,476	7,617
기초현금및현금성자산	7,115	2,012	7,674	4,801	325
기말현금및현금성자산	2,012	7,674	4,801	325	7,942
Gross Cash Flow	10,037	19,102	13,796	15,724	18,778
Op Free Cash Flow	17,227	2,656	-13,169	-5,642	13,952

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	56,898	79,744	67,748	74,799	103,676
현금및현금성자산	2,012	7,674	4,801	-3,572	19,653
유동금융자산	25,259	34,458	17,424	21,693	23,257
매출채권및유동채권	13,640	13,377	17,617	21,933	23,515
재고자산	15,987	24,234	27,907	34,745	37,251
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	51,057	59,846	83,126	99,955	101,817
장기매출채권및기타비유동채권	1,936	678	483	602	645
투자자산	1,341	1,515	1,904	2,358	2,559
유형자산	47,308	57,108	79,687	96,018	97,698
무형자산	472	545	1,052	977	914
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	107,955	139,590	150,875	174,754	205,493
유동부채	32,222	48,328	45,444	53,219	56,068
매입채무및기타유동채무	15,834	22,585	28,834	35,898	38,487
단기차입금	15,825	17,886	13,554	13,554	13,554
유동성장기차입금	55	3,573	142	142	142
기타유동부채	508	4,284	2,915	3,625	3,885
비유동부채	21,835	27,347	37,004	50,917	54,620
장기매입채무및비유동채무	236	270	322	401	430
사채및장기차입금	20,073	25,636	34,747	48,107	51,607
기타비유동부채	1,526	1,440	1,935	2,410	2,583
부채총계	54,056	75,674	82,448	104,136	110,688
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
주식발행초과금	3,792	3,792	3,792	3,792	3,792
이익잉여금	37,431	47,544	51,981	54,173	59,923
기타자본	9,761	9,755	9,738	9,738	9,738
지배주주지분자본총계	53,899	63,916	68,426	70,618	76,368
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	53,899	63,916	68,426	70,618	76,368
순차입금	8,681	4,962	26,218	43,682	22,392
총차입금	35,952	47,095	48,442	61,802	65,302

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,414	10,337	10,690	7,771	10,823
BPS	46,224	54,814	58,682	60,562	65,493
주당EBITDA	9,355	16,326	14,300	14,462	17,327
CFPS	7,757	12,796	13,213	10,197	13,723
DPS	2,400	6,200	5,900	5,900	5,900
주가배수(배)					
PER	14.7	8.2	10.9	16.1	11.5
PBR	1.7	1.5	2.0	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.2	5.4	9.7	11.2	8.3
PCFR	10.2	6.6	8.9	12.3	9.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.6	9.9	6.6	5.4	6.6
영업이익률(핵심)	4.6	9.9	6.6	5.4	6.0
EBITDA margin	6.1	11.7	8.0	6.5	7.2
순이익률	3.5	7.4	6.0	3.5	4.5
자기자본이익률(ROE)	12.3	20.5	18.8	13.0	17.2
투하자본이익률(ROIC)	9.4	18.8	12.8	13.5	14.6
안정성(%)					
부채비율	100.3	118.4	120.5	147.5	144.9
순차입금비율	16.1	7.8	38.3	61.9	29.3
이자보상배율(배)	22.8	28.7	23.6	38.0	21.9
활동성(배)					
매출채권회전율	10.2	12.1	13.5	13.2	12.3
재고자산회전율	8.9	8.1	8.0	8.3	7.7
매입채무회전율	11.2	8.5	8.1	8.0	7.5

Compliance Notice

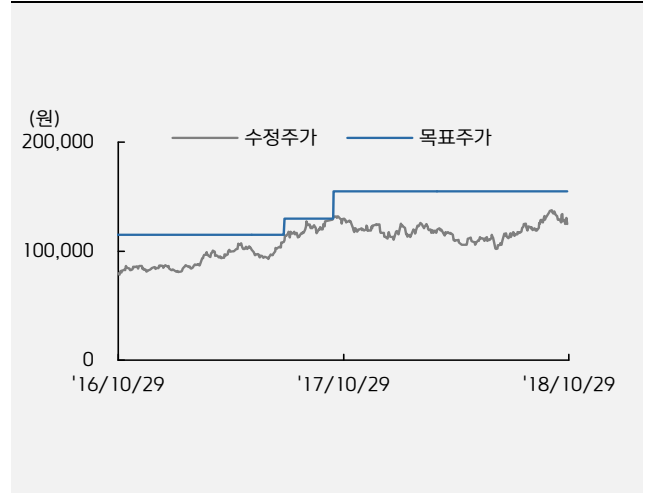
- 당사는 10월 26일 현재 'S-Oil' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
S-Oil (010950)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	115,000원	6개월	-36.1	-33.2
	2016/09/06	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-35.4	-31.9
	2016/09/28	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-34.1	-27.7
	2016/10/13	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-33.1	-26.7
	2016/10/28	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-29.7	-24.2
	2017/02/03	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-29.6	-24.2
	2017/04/19	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-13.1	-5.7
	2017/07/25	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-7.2	1.5
	2017/10/16	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-16.0	-14.8
	2017/10/31	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-21.8	-14.8
	2018/01/30	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-22.1	-14.8
	2018/03/27	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-22.3	-14.8
	2018/04/26	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-29.9	-27.4
	2018/06/05	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-24.3	-11.3
	2018/10/29	Buy(Maintain)	155,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%