



△ 정유/화학  
Analyst 노우호  
02. 6098-6668  
wooho.rho@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12 개월)	150,000 원
현재주가 (10.26)	125,000 원
상승여력	20.0%
KOSPI	2,027.15pt
시가총액	140,728억원
발행주식수	11,258만주
유동주식비율	36.54%
외국인비중	79.02%
52주 최고/최저가	137,500원/102,000원
평균거래대금	342.2억원
주요주주(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 11	63.46
국민연금	6.07
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-4.2 13.1 -0.4
상대주가	10.5 38.1 21.9

### 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	16,321.8	1,616.9	1,205.4	10,494	89.9	54,814	8.1	1.5	5.4	20.5	118.4
2017	20,891.4	1,373.3	1,246.5	10,870	3.6	58,682	10.8	2.0	9.7	18.8	120.5
2018E	25,407.5	1,355.1	994.5	8,586	-21.0	58,450	15.2	2.2	8.8	14.5	155.0
2019E	26,964.4	1,843.9	1,530.7	13,415	56.2	66,575	9.7	2.0	5.8	21.0	143.6
2020E	26,723.7	2,061.7	1,656.5	14,532	8.3	75,392	9.0	1.7	5.1	20.0	128.0

# S-Oil 010950

## 연말까지는 눈높이를 낮출 시기

- ✓ 3Q18 영업이익 3,157억원을 기록, 시장 및 당사 예상치 하회 : 정유 1,704억원, 석유화학 1,021억원, 윤활기유 432억원
- ✓ 4Q18 이익 3,822억원을 추정, 18년 연말까지는 보수적 접근 필요
- ✓ 19년 모멘텀 부각: RUC&ODC 정상가동과 IMO 황규제에 대비한 재고확충 수요
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 단 연간 추정치 변경으로 적정주가 15만원으로 하향 제시

### 3Q18 영업이익 3,157 억원: 재고평가이익 감소 및 윤활기유 수익성 악화

3Q18 영업이익은 3,157억원(정유 1,704억원, 석유화학 1,021억원, 윤활기유 432억원)으로 시장 예상치를 하회했다. 정유부문 이익 감소는 (1) 유가 변동폭 축소에 따른 재고평가이익 감소(3Q18 350억원), (2) 8월부로 정제마진이 회복되며 이익 기여도가 적었던 점이다. 석유화학부문은 P-X 호황기를 향유 중이다. 이는 (1) 공급 타이트(신규 설비 트러블, 경쟁사 공급 트러블), (2) 전방 수요 확대(중국 PTA 설비 재가동) 때문이다. 반면 윤활기유부문은 계절적 비수기 영향으로 수익성이 악화되었다.

### 4Q18 이익 3,822 억원, 18년 연간 1.3 조원(-1.3% YoY)을 추정

4Q18 영업이익은 3,822억원(정유 1,298억원, 석유화학 1,653억원, 윤활기유 871억원)으로 개선된 이익을 예상한다. 근거로 (1) P-X 강세 연중 지속, (2) 11월 RUC&ODC 100% 가동 효과를 제시한다. P-X 공급 절벽(shortage)은 18~19년 역내 신규 설비들의 가동지연 가능성에 높은 점에 기인한다. 또한 동사는 11월 PO/PP 100% 가동 돌입, RUC&ODC 이익 발생으로 이익 모멘텀이 발휘된다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 15 만원 제시: 지나친 기대감 경계

18년 RUC&ODC의 과도한 이익 추정은 경계할 필요가 있고, 18년 연간 이익 하향 조정이 불가피하다. 투자의견 Buy 근거는 (1) 본업 펀더멘털 강세(19년 IMO2020에 대비한 해운사들의 재고확충 수요 발생과 P-X 강세 지속), (2) 18년 예상되는 배당 수익률 3.7%(DPS 4,600원, 배당성향 53%) 때문이다. 단, 18~19년 연간 이익 추정치를 각각 -6.6%, -12% 하향한 점을 감안하여 적정주가는 15만원(12M Fwd PBR 2.2배)을 제시한다.

표1 S-Oil 3Q18 Review

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	7,187.9	5,211.8	37.9	6,003.1	19.7	6,425.5	11.9	6,323.4	13.7
영업이익	315.7	553.2	-42.9	402.6	-21.6	361.4	-12.6	385.4	-18.1
세전이익	315.5	527.0	-40.1	214.5	47.1	382.3	-17.5	378.4	-16.6
순이익	229.9	398.7	-42.3	163.2	40.9	270.9	-15.1	283.8	-19.0
영업이익률(%)	4.4	10.6		6.7		5.6		6.1	
순이익률(%)	3.2	7.6		2.7		4.2		4.5	

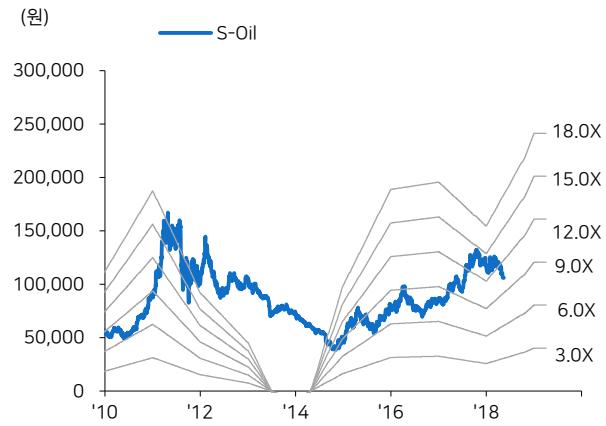
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 S-Oil 사업부문별 실적추정치

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>5,200.2</b>	<b>4,665.0</b>	<b>5,211.8</b>	<b>5,814.4</b>	<b>5,410.9</b>	<b>6,003.1</b>	<b>7,187.9</b>	<b>6,805.5</b>	<b>20,891.4</b>	<b>25,407.4</b>	<b>26,964.4</b>
정유	4,044.0	3,698.6	4,107.4	4,562.4	4,341.3	4,754.1	5,728.1	5,231.1	16,412.4	20,054.6	19,818.3
석유화학	771.4	560.6	699.5	832.6	690.2	829.3	1,050.4	1,106.8	2,864.1	3,676.7	5,236.7
윤활기유	384.7	405.8	405.0	419.4	379.5	419.7	409.4	467.7	1,614.9	1,676.3	1,909.5
<b>영업이익</b>	<b>333.5</b>	<b>117.3</b>	<b>553.2</b>	<b>369.3</b>	<b>254.5</b>	<b>402.6</b>	<b>315.7</b>	<b>382.2</b>	<b>1,373.3</b>	<b>1,355.1</b>	<b>1,843.9</b>
%OP	6.4%	2.5%	10.6%	6.4%	4.7%	6.7%	4.4%	5.6%	6.6%	5.3%	6.8%
정유	100.2	-84.9	336.4	266.1	90.4	305.2	170.4	129.8	684.0	695.8	751.0
석유화학	139.6	72.8	90.5	22.9	81.0	16.5	102.1	165.3	341.4	364.9	707.5
윤활기유	84.1	129.4	126.3	80.4	84.1	80.9	43.2	87.1	427.6	295.3	385.4
<b>세전이익</b>	<b>519.9</b>	<b>71.1</b>	<b>527.0</b>	<b>526.9</b>	<b>258.2</b>	<b>214.5</b>	<b>315.5</b>	<b>550.2</b>	<b>1,644.9</b>	<b>1,338.4</b>	<b>2,040.9</b>
<b>순이익(지배)</b>	<b>393.9</b>	<b>66.9</b>	<b>398.7</b>	<b>386.9</b>	<b>188.7</b>	<b>163.2</b>	<b>229.9</b>	<b>412.7</b>	<b>1,246.5</b>	<b>994.5</b>	<b>1,530.7</b>
% YoY											
매출액	51.7%	11.1%	26.0%	27.6%	4.1%	28.7%	37.9%	17.0%	28.0%	21.6%	6.1%
영업이익	-32.2%	-81.7%	376.1%	0.4%	-23.7%	243.2%	-42.9%	3.5%	-15.1%	-1.3%	36.1%
세전이익	-8.9%	-87.9%	132.1%	174.1%	-50.3%	201.7%	-40.1%	4.4%	4.4%	-18.6%	52.5%
순이익(지배)	-9.1%	-84.9%	132.1%	147.0%	-52.1%	143.9%	-42.3%	6.7%	3.4%	-20.2%	53.9%
% QoQ											
매출액	14.1%	-10.3%	11.7%	11.6%	-6.9%	10.9%	19.7%	-5.3%			
영업이익	-9.4%	-64.8%	371.8%	-33.2%	-31.1%	58.2%	-21.6%	21.1%			
세전이익	170.5%	-86.3%	641.1%	0.0%	-51.0%	-16.9%	47.1%	74.4%			
순이익(지배)	151.4%	-83.0%	495.8%	-3.0%	-51.2%	-13.5%	40.9%	79.5%			

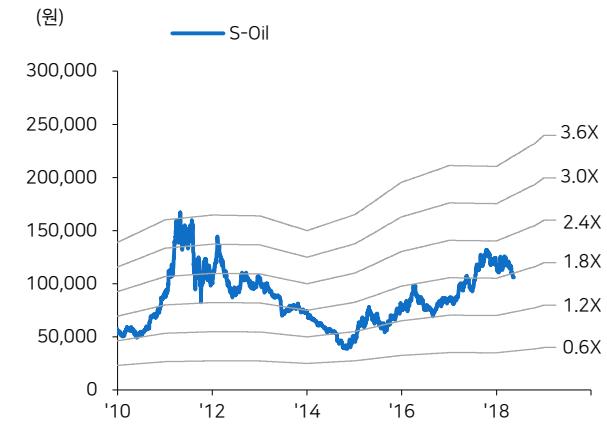
자료: S-Oil, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd PER 밴드 차트



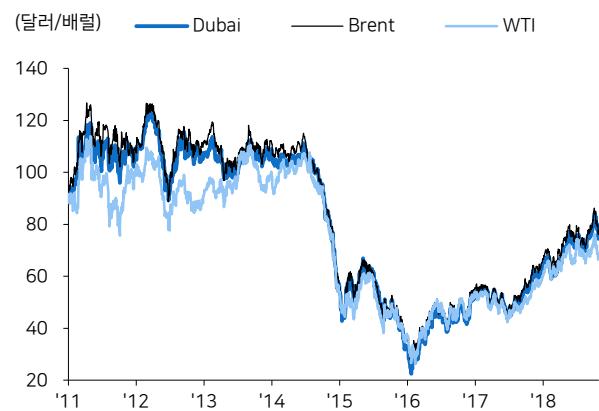
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드 차트



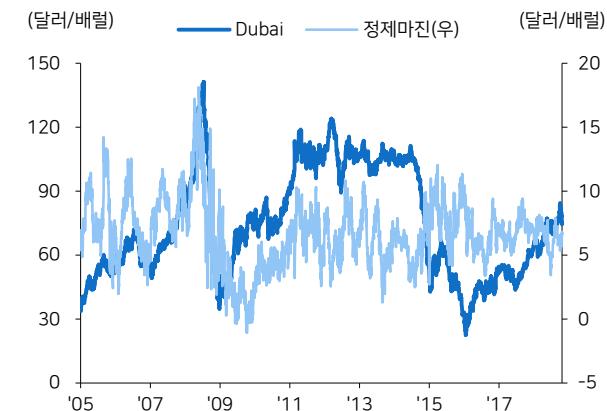
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 국제유가 흐름



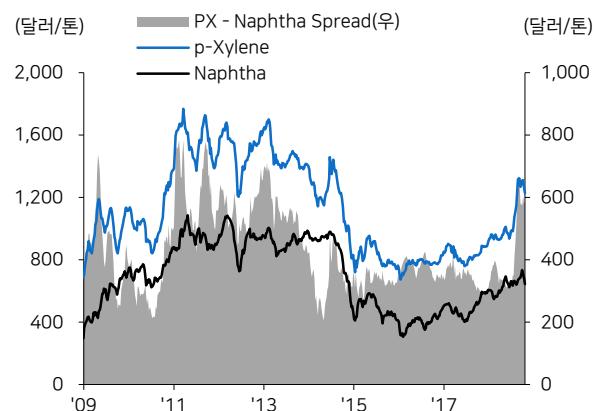
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 정제마진 흐름



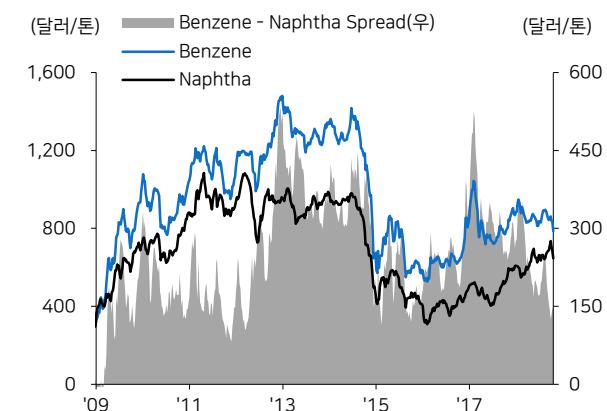
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 P-X 스프레드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 벤젠 스프레드



자료: 메리츠증권 리서치센터

## S-Oil (010950)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>16,321.8</b>	<b>20,891.4</b>	<b>25,407.5</b>	<b>26,964.4</b>	<b>26,723.7</b>
매출액증가율 (%)	-8.8	28.0	21.6	6.1	-0.9
매출원가	14,020.9	18,783.1	23,544.3	24,695.6	24,241.2
매출총이익	2,301.0	2,108.2	1,863.2	2,268.8	2,482.6
판매관리비	684.1	735.0	508.1	424.8	420.9
<b>영업이익</b>	<b>1,616.9</b>	<b>1,373.3</b>	<b>1,355.1</b>	<b>1,843.9</b>	<b>2,061.7</b>
영업이익률	9.9	6.6	5.3	6.8	7.7
금융손익	-59.8	203.4	90.4	210.0	160.0
종속/관계기업손익	6.7	5.1	6.1	12.0	12.0
기타영업외손익	11.4	63.1	-122.6	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	1,575.1	1,644.9	1,338.4	2,040.9	2,208.7
법인세비용	369.7	398.4	344.5	510.2	552.2
<b>당기순이익</b>	<b>1,205.4</b>	<b>1,246.5</b>	<b>994.5</b>	<b>1,530.7</b>	<b>1,656.5</b>
지배주주지분 순이익	1,205.4	1,246.5	994.5	1,530.7	1,656.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,722.0</b>	<b>1,143.3</b>	<b>908.6</b>	<b>2,840.9</b>	<b>2,951.5</b>
당기순이익(손실)	1,205.4	1,246.5	987.1	1,530.7	1,656.5
유형자산상각비	278.4	285.4	873.1	1,354.4	1,342.1
무형자산상각비	8.3	8.8	8.1	7.5	7.0
운전자본의 증감	-188.2	-236.3	-958.0	-39.7	-42.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,966.9</b>	<b>-832.2</b>	<b>-741.2</b>	<b>-1,386.2</b>	<b>-1,187.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1,063.6	-2,414.1	-2,049.3	-1,400.0	-1,200.0
투자자산의감소(증가)	17.4	3.9	-15.2	12.5	12.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>811.1</b>	<b>-598.3</b>	<b>997.9</b>	<b>61.7</b>	<b>-476.4</b>
차입금의 증감	1,154.1	91.2	1,742.0	600.0	107.0
자본의 증가	0.0	0.0	-952.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	566.2	-287.4	1,165.4	1,516.4	1,288.1
기초현금	201.2	767.4	480.1	1,645.4	3,161.8
기말현금	767.4	480.1	1,645.4	3,161.8	4,449.9

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974.4	6,774.9	7,836.9	9,332.1	10,608.6
현금및현금성자산	767.4	480.1	1,645.4	3,161.8	4,449.9
매출채권	1,154.6	1,538.8	1,654.0	1,647.9	1,644.5
재고자산	2,423.4	2,790.7	3,757.3	3,743.4	3,735.8
비유동자산	5,984.6	8,312.6	9,543.9	9,581.4	9,432.0
유형자산	5,710.8	7,968.7	9,178.4	9,224.0	9,081.9
무형자산	54.5	105.2	99.3	91.8	84.8
투자자산	123.4	124.6	145.9	145.4	145.1
<b>자산총계</b>	<b>13,959.0</b>	<b>15,087.5</b>	<b>17,380.8</b>	<b>18,913.5</b>	<b>20,040.6</b>
유동부채	4,832.8	4,544.4	6,488.7	6,695.0	6,567.5
매입채무	1,140.7	1,733.3	2,028.8	2,021.3	2,017.2
단기차입금	1,788.6	1,355.4	2,427.2	2,507.2	2,567.2
유동성장기부채	357.3	14.2	255.4	265.4	285.4
비유동부채	2,734.7	3,700.4	4,076.5	4,455.6	4,682.0
사채	1,971.2	2,670.3	2,770.9	3,095.9	3,297.9
장기차입금	592.4	804.4	1,041.4	1,096.4	1,121.4
<b>부채총계</b>	<b>7,567.4</b>	<b>8,244.8</b>	<b>10,565.2</b>	<b>11,150.6</b>	<b>11,249.5</b>
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	379.2	379.2	379.2
기타포괄이익누계액	25.0	23.4	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	4,745.4	5,198.1	6,146.7	7,094.1	8,122.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>6,391.6</b>	<b>6,842.6</b>	<b>6,815.5</b>	<b>7,762.9</b>	<b>8,791.0</b>

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	144,976	185,565	225,679	239,507	237,370
EPS(지배주주)	10,494	10,870	8,586	13,415	14,532
CFPS	16,875	16,574	21,177	30,119	31,495
EBITDAPS	16,909	14,811	19,863	28,476	30,296
BPS	54,814	58,682	58,450	66,575	75,392
DPS	6,200	5,900	4,600	5,000	5,400
배당수익률(%)	7.3	5.0	3.5	3.8	4.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	8.1	10.8	15.2	9.7	9.0
PCR	5.0	7.1	6.2	4.3	4.1
PSR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	1.5	2.0	2.2	2.0	1.7
EBITDA	1,903.6	1,667.4	2,236.2	3,205.9	3,410.8
EV/EBITDA	5.4	9.7	8.8	5.8	5.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	20.5	18.8	14.5	21.0	20.0
EBITDA 이익률	11.7	8.0	8.8	11.9	12.8
부채비율	118.4	120.5	155.0	143.6	128.0
금융비용부담률	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	28.7	23.6			
매출채권회전율(x)	14.9	15.5	15.9	16.3	16.2
재고자산회전율(x)	8.1	8.0	7.8	7.2	7.1

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:노우호)

동 자료는 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)		

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**S-Oil (010950) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.17	산업분석	Buy	130,000	노우호	-35.3	-33.1	
2017.01.11	산업분석	Buy	130,000	노우호	-35.3	-32.9	
2017.02.03	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-33.0	-22.7	
2017.04.19	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-31.0	-17.3	
2017.05.30	산업분석	Buy	130,000	노우호	-30.6	-17.3	
2017.06.12	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-30.4	-17.3	
2017.06.26	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-30.1	-17.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-29.4	-11.9	
2017.07.27	기업브리프	Buy	145,000	노우호	-17.9	-12.1	
2017.09.27	산업브리프	Buy	165,000	노우호	-22.1	-20.0	
2017.10.17	산업분석	Buy	165,000	노우호	-21.6	-20.0	
2017.10.31	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-23.7	-20.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	165,000	노우호	-26.0	-20.0	
2018.01.30	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-26.8	-20.0	
2018.04.26	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-27.8	-20.0	
2018.05.31	산업분석	Buy	165,000	노우호	-28.8	-20.0	
2018.07.16	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-28.9	-20.0	
2018.07.27	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-28.6	-20.0	
2018.09.17	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-28.5	-19.7	
2018.09.27	1년 경과				-20.4	-16.7	
2018.10.29	기업브리프	Buy	150,000	노우호	-	-	

