

## S-Oil

## BUY(유지)

010950 기업분석 | 정유

목표주가(유지)	160,000원	현재주가(10/26)	125,000원	Up/Downside	+28.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 10. 29

## 3Q 부진, 다만 4Q 개선

## News

**3Q 영업이익 3,157억원으로 부진:** S-Oil의 3Q18 영업이익은 3,157억원(QoQ-21.6%/YoY-42.9%)으로 시장 컨센서스 3,614억원을 하회했다. 전사 재고평가의 규모가 350억원으로 예상치 500~600억원 수준에 미치지 못했으며 윤활기유 부진이 심화되었기 때문이다. 화학은 PX spread가 2Q \$323/t → 3Q \$492/t으로 개선됨에 따라 2Q 165억원 → 3Q 1,021억원으로 개선되었으나 계약단가와 spot 가격의 lagging 문제로 spread 개선 폭 대비 실적 개선 폭이 미진했다. 다만 spot PX 호조는 이어지고 있으며 3Q에 인식되지 못한 이익은 4Q로 일부 이연 될 것으로 판단된다.

## Comment

**4Q RUC/ODC 상업가동 효과가 본격적으로 반영될 것:** 4Q 영업이익은 4,571억원(QoQ+44.8%)으로 개선될 것으로 전망한다. 3Q말부터 제품 출하가 시작된 RUC/ODC 증설분은 11월부터 상업가동을 개시할 것으로 예상되며 본격적인 이익 기여가 가능할 것으로 판단된다. 또한 정유는 휘발유 수요 부진에 따른 마진 위축에도 불구하고 견조한 등경유 마진의 영향으로 정제마진이 점진적으로 개선되고 있다.(S-Oil complex margin 2Q \$8.7/bbl→3Q \$8.7→10월 누적 \$9.0) 동절기로 갈수록 우호적인 계절성이 더해짐을 고려했을 때 4Q 개선을 기대할 수 있는 요소다.

## Action

**혼란스러운 상황, 다만 19년 증설에 따른 이익 개선 모멘텀을 고려할 때:** 금융 시장의 혼란이 가중되며 유가의 변동성을 위시로 한 정유/화학 시장의 변동성 역시 커지고 있다. 다만 19년까지의 정제 설비 부족에 따른 수급 타이트는 변한게 없으며 20년 예정된 IMO 기대감 역시 남아있다. 그 가운데 RUC/ODC 본격적인 상업가동을 마친 S-Oil의 19년 실적 개선 기대감을 주목할 시점이며 투자 의견 Buy, 목표주가 16만원을 유지한다.

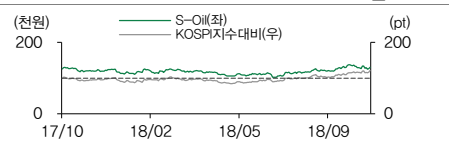
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	16,322	20,891	26,211	27,508	26,290
(증가율)	-8.8	28.0	25.5	5.0	-4.4
영업이익	1,617	1,373	1,430	2,182	1,786
(증가율)	97.8	-15.1	4.1	52.6	-18.1
순이익	1,205	1,246	927	1,580	1,286
EPS	10,494	10,870	8,079	13,739	11,187
PER (H/L)	9.4/6.5	12.3/7.4	16.2	9.5	11.7
PBR (H/L)	1.8/1.3	2.3/1.4	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA (H/L)	6.2/4.5	10.7/7.2	10.9	7.2	8.3
영업이익률	9.9	6.6	5.5	7.9	6.8
ROE	20.5	18.8	13.2	20.9	15.9

## Stock Data

52주 최저/최고	102,000/137,500원
KOSDAQ /KOSPI	687/2,063pt
시가총액	146,921억원
60일-평균거래량	273,693
외국인지분율	79.1%
60일-외국인지분율변동추이	+2.4%p
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 11인 63.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	0.0	14.0	1.2
상대기준	13.4	25.6	22.2

도표 1. S-Oil 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	6,003	7,188	7,609	20,891	26,211	27,508
%YoY	51.7	11.1	26.0	27.6	4.1	28.7	37.9	30.9	28.0	25.5	5.0
%QoQ	14.1	-10.3	11.7	11.6	-6.9	10.9	19.7	5.9			
정유	4,044	3,699	4,107	4,562	4,341	4,754	5,728	5,890	16,412	20,713	21,250
화학	771	561	700	833	690	829	1,050	1,215	2,864	3,785	4,467
운할유	385	406	405	419	379	420	409	504	1,615	1,712	1,791
연결 영업이익	333	117	553	369	254	403	316	457	1,373	1,430	2,182
%YoY	-32.2	-81.7	376.1	0.4	-23.7	243.3	-42.9	23.8	-15.1	4.1	52.6
%QoQ	-9.4	-64.8	371.8	-33.2	-31.1	58.2	-21.6	44.8			
정유	110	-85	336	266	89	305	170	241	627	806	1,261
화학	140	73	91	23	81	17	102	150	326	350	623
운할유	84	129	126	80	84	81	43	66	420	274	297
영업이익률	6.4	2.5	10.6	6.4	4.7	6.7	4.4	6.0	6.6	5.5	7.9
정유	2.7	-2.3	8.2	5.8	2.1	6.4	3.0	4.1	3.8	3.9	5.9
화학	18.1	13.0	12.9	2.7	11.7	2.0	9.7	12.4	11.4	9.2	14.0
운할유	21.9	31.9	31.2	19.2	22.2	19.3	10.5	13.1	26.0	16.0	16.6

자료: S-Oil, DB 금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974	6,775	7,507	7,061	6,702
현금및현금성자산	767	480	1,344	825	896
매출채권및기타채권	1,326	1,751	2,085	2,174	2,103
재고자산	2,423	2,791	3,196	3,355	3,206
비유동자산	5,985	8,313	9,489	9,734	10,704
유형자산	5,711	7,969	9,154	9,406	10,382
무형자산	54	105	96	89	83
투자자산	123	125	125	125	125
자산총계	13,959	15,087	16,996	16,795	17,406
유동부채	4,833	4,544	5,961	5,436	5,576
매입채무및기타채무	2,169	2,776	2,364	2,439	2,680
단기차입금및단기차채	1,789	1,355	2,655	2,155	2,155
유동성장기부채	357	14	14	14	14
비유동부채	2,735	3,700	3,800	3,500	3,500
차입금및차입금	2,564	3,475	3,575	3,275	3,275
부채총계	7,567	8,245	9,761	8,937	9,077
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,745	5,198	5,590	6,214	6,685
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	7,234	7,858	8,329

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,722	1,143	826	1,633	2,327
당기순이익	1,205	1,246	927	1,580	1,286
현금유출이없는비용및수익	694	619	766	1,136	1,109
유형및무형자산상각비	287	294	324	455	530
영업관련자산부채변동	-188	-236	-541	-528	384
매출채권및기타채권의감소	-110	-401	-333	-89	71
재고자산의감소	-699	-369	-406	-158	149
매입채무및기타채무의증가	530	616	-412	75	240
투자활동현금흐름	-1,967	-832	-678	-580	-1,352
CAPEX	-1,064	-2,414	-1,500	-700	-1,500
투자자산의순증	17	4	0	0	0
재무활동현금흐름	811	-598	716	-1,571	-904
사채및차입금의 증가	1,154	91	1,400	-800	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-210	-803	-617	-701	-838
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	566	-287	864	-519	70
기초현금	201	767	480	1,344	825
기말현금	767	480	1,344	825	896

자료: S-Oil DB 금융투자 주: FRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,322	20,891	26,211	27,508	26,290
매출원가	14,021	18,783	24,126	24,639	23,847
매출총이익	2,301	2,108	2,085	2,869	2,443
판매비	684	735	655	688	657
영업이익	1,617	1,373	1,430	2,182	1,786
EBITDA	1,904	1,667	1,754	2,637	2,316
영업외손익	-42	271	-177	-46	-48
금융손익	-60	203	-116	-125	-127
투자손익	7	5	0	0	0
기타영업외손익	11	63	-61	79	79
세전이익	1,575	1,645	1,253	2,136	1,738
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	1,246	927	1,580	1,286
자배주주지분순이익	1,205	1,246	927	1,580	1,286
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	927	1,580	1,286
증감률(%YoY)					
매출액	-8.8	28.0	25.5	5.0	-4.4
영업이익	97.8	-15.1	4.1	52.6	-18.1
EPS	89.9	3.6	-25.7	70.1	-18.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당자료(원)					
EPS	10,494	10,870	8,079	13,739	11,187
BPS	54,814	58,682	62,042	67,390	71,432
DPS	6,200	5,900	4,600	8,200	7,000
Multiple(배)					
P/E	8.1	10.8	16.2	9.5	11.7
P/B	1.5	2.0	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	5.4	9.7	10.9	7.2	8.3
수익성(%)					
영업이익률	9.9	6.6	5.5	7.9	6.8
EBITDA마진	11.7	8.0	6.7	9.6	8.8
순이익률	7.4	6.0	3.5	5.7	4.9
ROE	20.5	18.8	13.2	20.9	15.9
ROA	9.7	8.6	5.8	9.4	7.5
ROIC	18.6	12.6	10.1	13.9	10.8
안정성및기타					
부채비율(%)	118.4	120.5	134.9	113.7	109.0
이자보상배율(배)	28.7	23.6	21.2	30.8	27.0
배당성향(배)	57.9	53.3	55.8	58.4	61.3

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

## 1년간 투자이익률 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

가입 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## S-Oil 현재주 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/10/04	Buy	100,000	-17.9 -13.4				
16/11/16	Buy	115,000	-21.4 -6.5				
17/05/30	Buy	125,000	-20.5 -8.4				
17/07/27	Buy	130,000	-9.3 -1.9				
17/09/05	Buy	160,000	-				

주: \*표는 담당자 변경