

**Company Update**

Analyst **함형도**  
02) 6915-5471  
hdham@ibks.com

**매수 (유지)**

목표주가	125,000원
현재가 (1/14)	98,200원

KOSPI (1/14)	2,064.52pt
시가총액	11,322십억원
발행주식수	116,605천주
액면가	2,500원
52주 최고가	137,500원
최저가	91,000원
60일 일평균거래대금	35십억원
외국인 지분율	78.7%
배당수익률 (2018F)	4.6%

주주구성			
Aramco	Overseas	63.46%	
국민연금		6.07%	

추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-8%	2%	1%
절대기준	-7%	-8%	-16%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	125,000	140,000	▼
EPS(18)	4,923	7,751	▼
EPS(19)	11,012	12,413	▼



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# S-Oil (010950)

## 4Q18 Preview: 빛을 보지 못한 RUC/ODC

### 4분기 실적 일회성 비용 반영으로 적자전환

S-Oil의 4Q18 실적은 매출액 5.5조원(-4.8% yoy, -23.0% qoq), 영업이익 -1676억원(적자전환)을 기록할 것으로 전망한다. 정유사업 부문은 국제유가 하락의 여파로 금번 실적악화의 주 원인으로 작용했다. 정제마진은 10월 \$7.0에서 12월 \$4.4로 하락했으며, 재고자산 평가손실이 2천억원 가량 반영될 것으로 예상된다. 석유화학 부문은 제품 비중이 가장 큰 PX의 스프레드 호조세가 지속되어 영업이익이 전분기 대비 50% 가량 신장될 것으로 전망한다. 4분기부터 실적에 기여할 것으로 기대된 RUC/ODC 설비는 원재료가격 상승 영향으로 효과는 미비할 것으로 예상된다.

### RUC/ODC 프로젝트의 기대치 낮출 필요

4분기에 상업가동을 시작한 RUC/ODC 설비는 원재료인 HSFO의 가격 상승과 최종 제품인 휘발유 가격 하락으로 기대한 만큼 수익 기여를 하지 못했다. 올해 하반기에 접어들며 수익성 개선이 본격화될 것으로 예상된다. 2020년 IMO 황함량 규제가 다가올수록 HSFO 가격 하락세가 두드러질 것이고 드라이빙 시즌 효과로 휘발유 가격 상승이 예상된다. 하지만 휘발유 비중이 높은 미국 정제소들의 가동률이 높게 유지될 것으로 휘발유마진(휘발유-원유)이 회복되어도 과거 \$15 수준으로의 회복은 힘들 것으로 예상된다. 기대치를 낮출 필요가 있다.

### 투자의견 매수, 목표주가 125,000원으로 하향

S-Oil에 대해 투자의견 매수와 목표주가 125,000원으로 하향 조정한다. 최근 주가의 하락은 정제마진 하락과 RUC/ODC 수익성에 대한 실망감을 일정부분 반영한 것으로 보인다. 하지만 정제마진의 회복 가능성과 동사의 RUC/ODC 프로젝트 수익성이 개선될 것으로 전망되어 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 실적 악화분을 반영했으며 2019년 BPS 63,896원, 3년 평균 PBR인 1.98배를 Target PBR로 적용했다.

(단위:십억원,배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	16,322	20,891	24,139	21,039	21,678
영업이익	1,617	1,373	805	1,561	2,027
세전이익	1,575	1,645	778	1,684	2,147
지배주주순이익	1,205	1,246	574	1,284	1,633
EPS(원)	10,337	10,690	4,923	11,012	14,008
증가율(%)	90.9	3.4	-53.9	123.7	27.2
영업이익률(%)	9.9	6.6	3.3	7.4	9.4
순이익률(%)	7.4	6.0	2.4	6.1	7.5
ROE(%)	20.5	18.8	8.4	18.0	20.6
PER	8.2	10.9	19.8	8.8	6.9
PBR	1.5	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.4	9.7	13.8	8.1	6.6

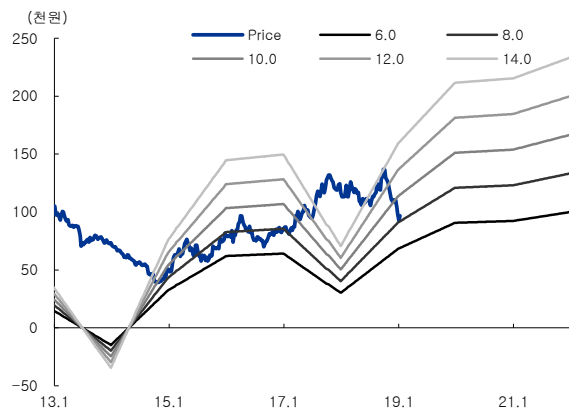
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. S-Oil 사업 부문별 매출액 및 영업이익 등 실적추이

(십억원 %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>5,411</b>	<b>6,003</b>	<b>7,188</b>	<b>5,537</b>	<b>5,045</b>	<b>5,270</b>	<b>5,396</b>	<b>5,328</b>	<b>20,891</b>	<b>24,139</b>	<b>21,039</b>
yoy	4.1	28.7	37.9	-4.8	-6.8	-12.2	-24.9	-3.8	28.0	15.5	-12.8
qoq	-6.9	10.9	19.7	-23.0	-8.9	4.5	2.4	-1.3			
정유	4,341	4,754	5,728	4,255	3,745	4,059	4,108	4,062	16,412	19,079	15,975
유탄	379	420	409	373	336	358	347	340	1,615	1,582	1,382
석유화학	690	829	1,050	909	963	853	941	925	2,864	3,479	3,683
<b>영업이익</b>	<b>255</b>	<b>403</b>	<b>316</b>	<b>-168</b>	<b>297</b>	<b>390</b>	<b>401</b>	<b>474</b>	<b>1,373</b>	<b>805</b>	<b>1,561</b>
yoy	-23.7	243.4	-42.9	적전	16.5	-3.2	27.0	흑전	-15.1	-41.4	93.9
Qoq	-31.1	58.2	-21.6	적전	흑전	31.3	2.9	18.2			
정유	89	305	170	-383	47	144	154	245	627	182	591
유탄	84	81	43	63	61	81	66	51	420	271	258
석유화학	81	17	102	153	189	164	181	178	326	352	712
<b>영업이익률</b>	<b>4.7</b>	<b>6.7</b>	<b>4.4</b>	<b>-3.0</b>	<b>5.9</b>	<b>7.4</b>	<b>7.4</b>	<b>8.9</b>	<b>6.6</b>	<b>3.3</b>	<b>7.4</b>
정유	2.1	6.4	3.0	-9.0	1.3	3.6	3.8	6.0	3.8	1.0	3.7
유탄	22.2	19.3	10.6	16.8	18.0	22.6	18.9	15.0	26.0	17.1	18.7
석유화학	11.7	2.0	9.7	16.8	19.6	19.3	19.3	19.2	11.4	10.1	19.3
<b>당기순이익</b>	<b>189</b>	<b>163</b>	<b>230</b>	<b>-8</b>	<b>298</b>	<b>227</b>	<b>324</b>	<b>434</b>	<b>1,247</b>	<b>574</b>	<b>1,284</b>
순이익률	3.5	2.7	3.2	-0.1	5.9	4.3	6.0	8.1	6.0	2.4	6.1

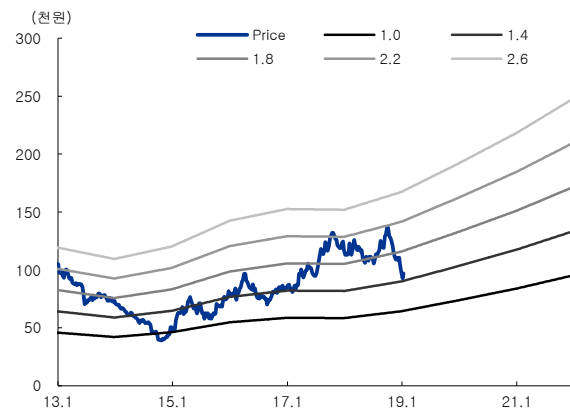
자료: Cischem, Petronet, Bloomberg, S-Oil, IBK투자증권

그림 1. S-Oil 12M Fwd PER 밴드 차트



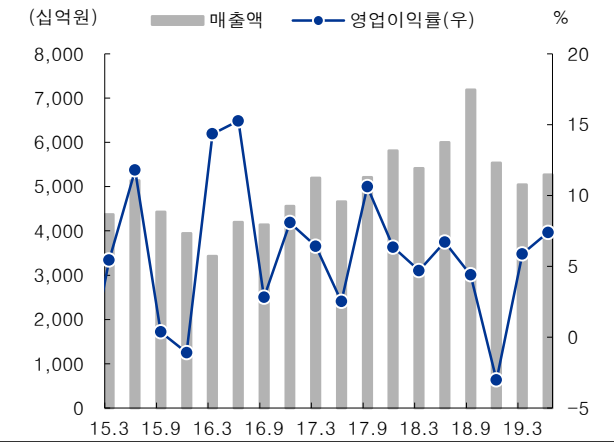
자료: Valuwis, IBK투자증권

그림 2. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드 차트



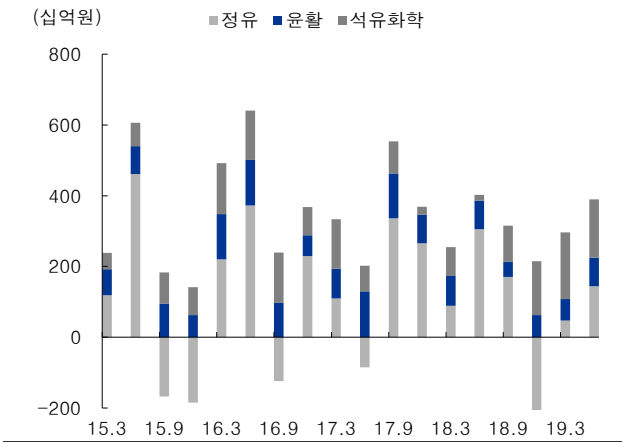
자료: Valuwis, IBK투자증권

그림 3. S-Oil 실적 추이



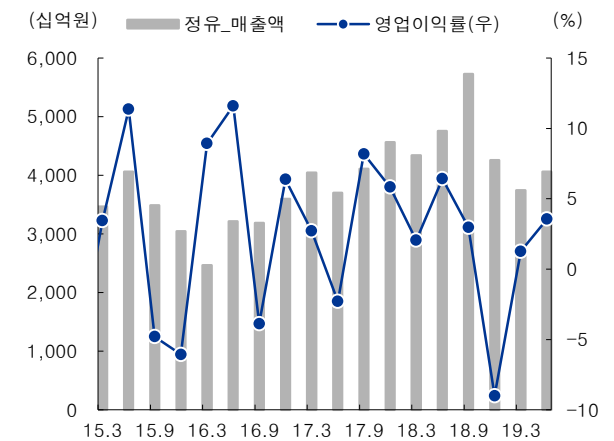
자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 4. 사업부문별 영업이익



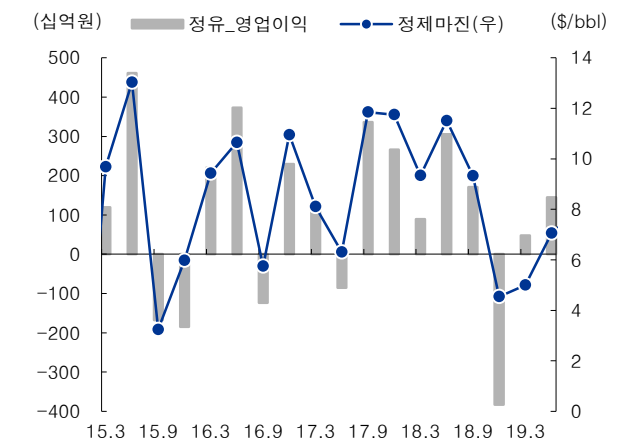
자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 5. 정유부문 매출액, 영업이익률 추이



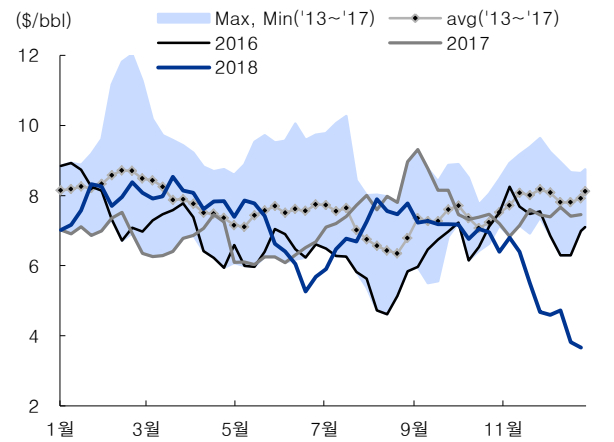
자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 6. 정유부문 영업이익, S-Oil 정제마진 추이



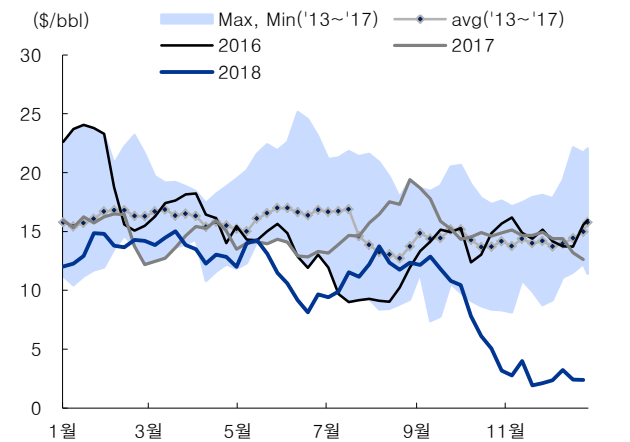
자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 7. 복합마진 추이 - 11월 급락 이후 \$4대 안착



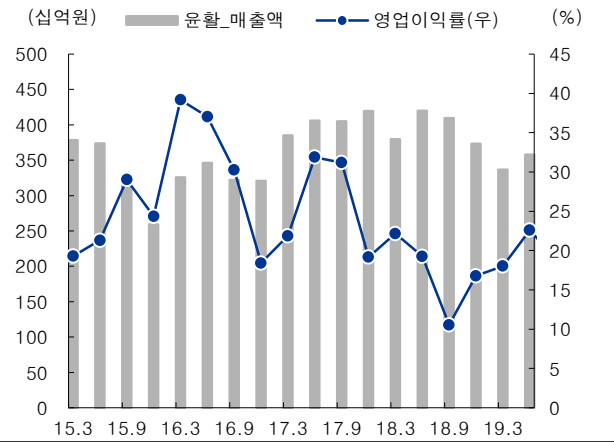
자료: Petronet, IBK투자증권

그림 8. 휘발유 마진 추이 - 공급과잉 이슈로 급락



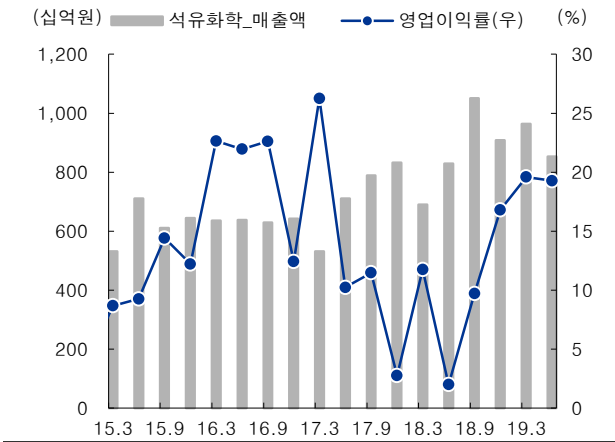
자료: Petronet, IBK투자증권

그림 9. 윤활부문 매출액, 영업이익률 추이



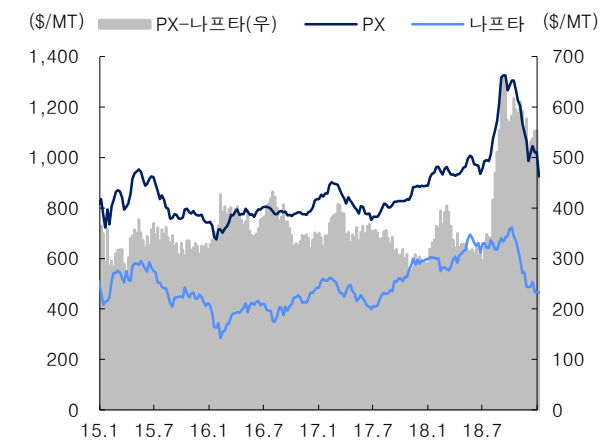
자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 10. 석유화학부문 매출액, 영업이익률 추이



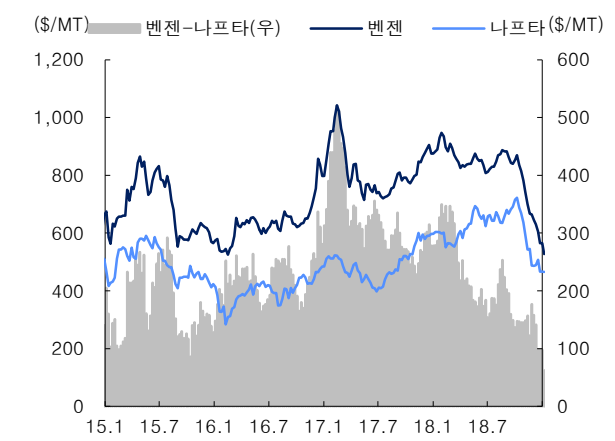
자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 11. PX 스프레드 추이 - 견조한 수요 바탕으로 스프레드 강세



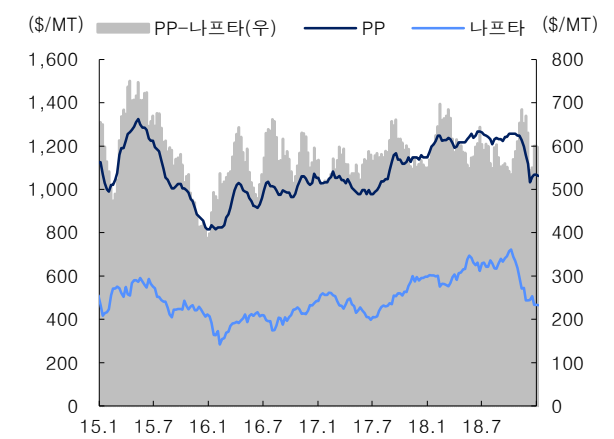
자료: Ciscem, IBK투자증권

그림 12. 벤젠 스프레드 추이 - 공급과잉 이슈로 가격 하락



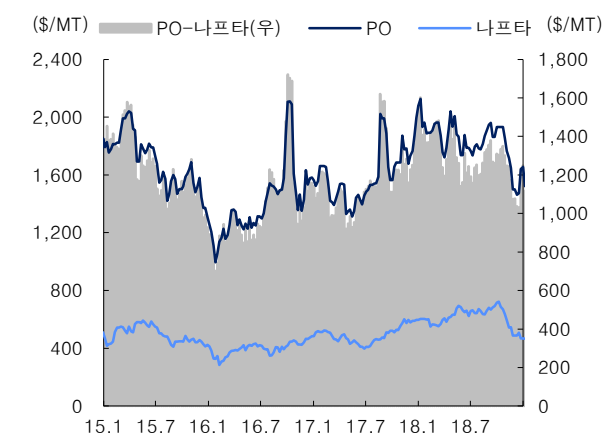
자료: Ciscem, IBK투자증권

그림 13. PP 스프레드 추이



자료: Ciscem, IBK투자증권

그림 14. PO 스프레드 추이



자료: Ciscem, IBK투자증권

**포괄손익계산서**

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	16,322	20,891	24,139	21,039	21,678
증가율(%)	-8.8	28.0	15.5	-12.8	3.0
매출원가	14,021	18,783	22,215	19,146	19,795
매출총이익	2,301	2,108	1,924	1,893	1,884
매출총이익률 (%)	14.1	10.1	8.0	9.0	8.7
판매비	684	735	1,118	332	-144
판매비율(%)	4.2	3.5	4.6	1.6	-0.7
영업이익	1,617	1,373	805	1,561	2,027
증가율(%)	97.8	-15.1	-41.4	93.9	29.8
영업이익률(%)	9.9	6.6	3.3	7.4	9.4
순금융손익	-60	203	55	152	165
이자손익	-2	-6	-18	-20	-6
기타	-58	209	73	173	171
기타영업외손익	11	63	-87	-35	-50
중속/관계기업손익	7	5	4	5	4
세전이익	1,575	1,645	778	1,684	2,147
법인세	370	398	204	400	514
법인세율	23.5	24.2	26.2	23.7	23.9
계속사업이익	1,205	1,246	574	1,284	1,633
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	1,246	574	1,284	1,633
증가율(%)	90.9	3.4	-53.9	123.7	27.2
당기순이익률 (%)	7.4	6.0	2.4	6.1	7.5
지배주주당기순이익	1,205	1,246	574	1,284	1,633
기타포괄이익	6	8	1	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	576	1,284	1,633
EBITDA	1,904	1,667	1,123	1,920	2,373
증가율(%)	74.5	-12.4	-32.7	71.0	23.6
EBITDA마진율(%)	11.7	8.0	4.7	9.1	10.9

**투자지표**

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,337	10,690	4,923	11,012	14,008
BPS	54,814	58,682	58,325	63,896	72,213
DPS	6,200	5,900	4,850	5,100	5,200
밸류에이션(배)					
PER	8.2	10.9	19.8	8.8	6.9
PBR	1.5	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.4	9.7	13.8	8.1	6.6
성장성지표(%)					
매출증가율	-8.8	28.0	15.5	-12.8	3.0
EPS증가율	90.9	3.4	-53.9	123.7	27.2
수익성지표(%)					
배당수익률	7.3	5.0	4.6	4.8	4.9
ROE	20.5	18.8	8.4	18.0	20.6
ROA	9.7	8.6	3.7	7.8	9.3
ROIC	18.6	15.3	5.6	11.3	13.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	118.4	120.5	133.8	127.1	118.0
순차입금 비율(%)	8.0	38.8	62.1	58.1	53.0
이자보상배율(배)	28.7	23.6	11.2	20.6	25.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	14.9	15.5	16.3	15.1	15.6
재고자산회전율	8.1	8.0	8.6	7.5	7.7
총자산회전율	1.3	1.4	1.6	1.3	1.2

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,974	6,775	6,442	6,798	7,196
현금및현금성자산	767	480	256	494	652
유가증권	3,434	1,711	1,541	1,724	1,874
매출채권	1,155	1,539	1,416	1,374	1,413
재고자산	2,423	2,791	2,809	2,786	2,834
비유동자산	5,985	8,313	9,460	10,123	11,163
유형자산	5,711	7,969	9,163	9,822	10,863
무형자산	54	105	102	107	109
투자자산	123	125	110	113	106
자산총계	13,959	15,087	15,902	16,921	18,358
유동부채	4,833	4,544	5,131	5,049	5,250
매입채무및기타채무	1,141	1,733	1,614	1,460	1,446
단기차입금	1,789	1,355	1,860	1,790	1,922
유동성장기부채	357	14	402	591	640
비유동부채	2,735	3,700	3,970	4,422	4,687
사채	1,971	2,670	2,718	2,768	2,908
장기차입금	592	804	1,042	1,399	1,517
부채총계	7,567	8,245	9,101	9,471	9,937
지배주주지분	6,392	6,843	6,801	7,451	8,420
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	25	23	25	25	25
이익잉여금	4,745	5,198	5,155	5,805	6,774
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	6,801	7,451	8,420
비이자부채	2,858	3,401	3,079	2,923	2,950
총차입금	4,709	4,844	6,022	6,548	6,988
순차입금	508	2,653	4,225	4,330	4,461

**현금흐름표**

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,722	1,143	656	1,410	1,754
당기순이익	1,205	1,246	574	1,284	1,633
비현금성 비용 및 수익	694	619	490	236	226
유형자산감가상각비	278	285	308	342	329
무형자산상각비	8	9	10	16	17
운전자본변동	-188	-236	-17	-90	-100
매출채권등의 감소	-110	-401	114	42	-39
재고자산의 감소	-699	-369	-32	22	-47
매입채무등의 증가	530	616	-107	-154	-14
기타 영업현금흐름	10	-486	-391	-20	-6
투자활동 현금흐름	-1,967	-832	-929	-996	-1,344
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,064	-2,414	-1,385	-1,017	-1,384
유형자산의 감소	7	3	0	14	11
무형자산의 감소(증가)	-7	-1	-1	-21	-19
투자자산의 감소(증가)	-936	1,602	1,654	-3	7
기타	32	-22	-1,198	30	41
재무활동 현금흐름	811	-598	49	-175	-251
차입금의 증가(감소)	1,021	205	1,667	357	118
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-210	-803	-1,619	-532	-369
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	566	-287	-224	238	158
기초현금	201	767	480	256	494
기말현금	767	480	256	494	652

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자이건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이건 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자이건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.01.01~2018.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	85.3
중립	24	14.7
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

