



# BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원  
주가(01/16): 95,000원  
시가총액: 111,277억원

### 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (01/16)		2,106.10pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	137,500원	91,000원
등락률	-29.82%	6.04%
수익률	절대	상대
1W	-12.7%	-14.2%
6M	-16.8%	-9.1%
1Y	-14.6%	2.3%

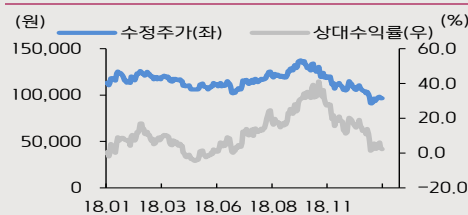
### Company Data

발행주식수		116,605천주
일평균 거래량(3M)		308천주
외국인 지분율		76.32%
배당수익률(18E)		2.66%
BPS(18E)		58,859원
주요 주주	Aramco Overseas	63.46%
	국민연금관리공단	6.07%

### 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	163,218	208,914	254,420	270,829
보고영업이익	16,169	13,733	8,049	14,767
핵심영업이익	16,169	13,733	8,049	13,271
EBITDA	19,036	16,674	10,879	16,654
세전이익	15,751	16,449	8,599	14,972
순이익	12,054	12,465	6,378	11,678
지배주주지분순이익	12,054	12,465	6,378	11,678
EPS(원)	10,337	10,690	5,469	10,015
증감률(%YoY)	90.9	3.4	-48.8	83.1
PER(배)	8.2	10.9	17.9	9.8
PBR(배)	1.5	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	5.4	9.7	14.5	9.3
보고영업이익률(%)	9.9	6.6	3.2	5.5
핵심영업이익률(%)	9.9	6.6	3.2	4.9
ROE(%)	20.5	18.8	9.3	16.0
순부채비율(%)	7.8	38.3	66.0	54.8

### Price Trend



## 기업브리프

# S-Oil (010950)

## 투자의 귀재 타이틀은 아직 내려 놓을 필요가 없다



S-Oil의 작년 4분기 영업이익은 -1,680억원으로 시장 기대치를 하회할 전망입니다. 유가 하락에 따른 정유부문의 재고평가이익 감소에 기인합니다. 다만 올해 연간 영업이익은 1조4,767억원으로 작년 대비 83.5% 증가할 전망입니다. 정유부문은 올해 상반기에 재고평가이익 증가가 예상되며, 하반기에는 IMO 규제에 따른 반사수혜가 추가되기 때문입니다. 한편 RUC 프로젝트의 경제성은 드라이빙 시즌 도래로 2분기부터 정상화될 것으로 추정됩니다. 비중 확대를 권합니다.

### >>> 작년 4분기 실적, 시장 기대치 하회 전망

S-Oil의 작년 4분기 영업이익은 -1,680억원으로 시장 컨센서스(481억원)를 하회할 전망이다. 운할기유부문의 긍정적인 래킹 효과와 ODC 프로젝트의 상업 가동에도 불구하고, 정유부문의 재고평가이익 감소, 휘발유 크랙 감소 및 BC 크랙 상승에 따른 RUC 프로젝트의 저율 가동, 역대 크래커 정기보수 확대에 따른 나프타 마진 감소를 가정했기 때문이다. 다만 올해 1분기 영업이익은 3,555억원으로 빠른 실적 개선세를 보일 전망이다. 유가 반등에 따른 재고평가이익 발생, RUC/ODC 프로젝트의 가동률 상승과 운할기유 스프레드 확대가 예상되기 때문이다.

### >>> 올해 영업이익, YoY +83.5% 증가 전망

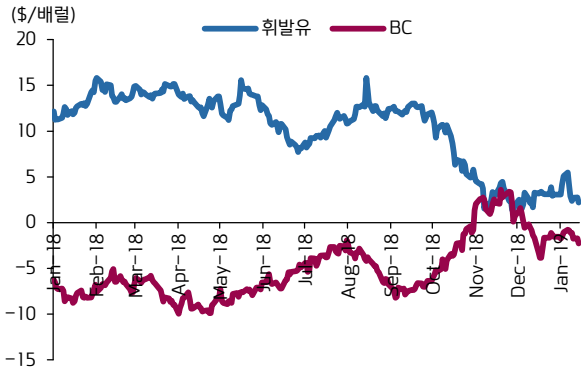
동사의 올해 영업이익은 1조4,767억원으로 작년 대비 83.5% 증가할 전망이다. 정유부문의 실적 개선에 기인한다. 당 리서치센터는 동사의 올해 정유부문 영업이익이 6,863억원으로 작년 대비 189.1% 증가할 것으로 예상한다.

일부 고려해야 할 부정적인 요인도 존재하지만, 1) 작년 4분기 재고평가이익 급감으로 인한 기저 효과가 전망되고, 2) 올해 상반기에는 OPEC 생산량 감축에 따른 재고평가이익 증가 및 드라이빙 시즌 도래로 인한 휘발유 크랙 개선이 예상되며, 3) 올해 하반기에는 북미 파이프라인 개통 확대로 인한 유가 하락에도 불구하고, IMO 선박유 규정 변경에 따른 디젤, MGO, 케로신, LSFO 가격 상승으로 통합 정제마진의 개선이 예상되기 때문이다.

### >>> RUC/ODC 경제성, 올해 2분기 회복 전망

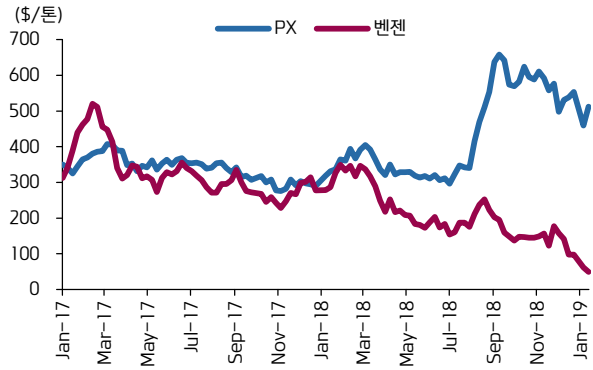
동사의 ODC 프로젝트의 가동률은 최근 고객사 가동률, 국내 PO 수출입량을 고려 시 크게 걱정할 수준은 아닌 것으로 판단된다. 하지만 에펠탑 11개 분량의 철근, 아파트 3,000채를 건설할 수 있는 콘크리트 시멘트가 사용된 RUC 프로젝트는 최근 Fuel Oil 가격 상승, 가솔린 가격 하락으로 경제성이 당초 계획 대비 훼손된 상황이다. 다만 사우디의 전력향 BC유 투입 감소, 드라이빙 시즌 도래로 올해 2분기부터는 프로젝트 경제성 회복이 예상된다. 한편 올해 RUC/ODC 프로젝트의 본격 가동에 따른 올레핀 비중 확대로 PX/벤젠 시황에 연동되던 석유화학부문의 마진 변동성이 크게 줄 것으로 보인다.

싱가폴 휘발유/고유항중유 크랙 추이



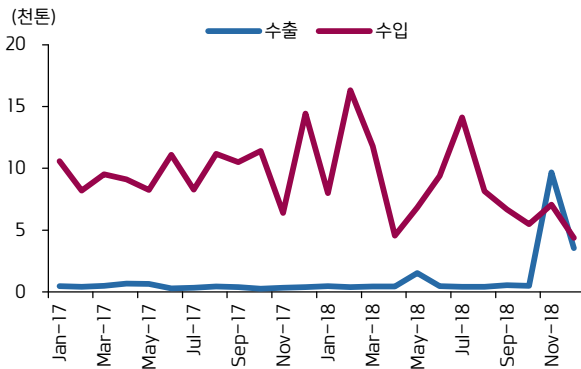
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

국내 PX/벤젠 스프레드 추이



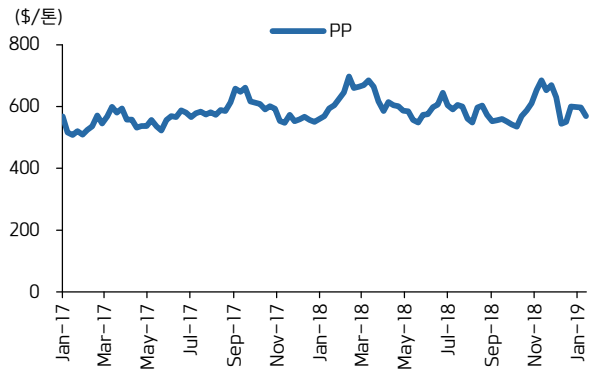
자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

국내 PO 수출입 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 PP 스프레드 추이



자료: 씨스켈, 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	6,840	16,322	20,891	25,442	27,083
정유	4,044	3,699	4,107	4,562	4,341	4,754	5,728	5,610	12,464	16,412	20,434	21,612
석유화학	771	561	700	532	532	829	1,050	888	2,544	2,864	3,457	4,096
윤활기유	385	406	405	378	378	420	409	342	1,314	1,615	1,551	1,376
영업이익	333	117	553	369	256	403	316	-168	1,617	1,373	805	1,477
%OP	6.4	2.5	10.6	6.4	4.7	6.7	4.4	-2.5	9.9	6.6	3.2	5.5
정유	100	-85	336	266	90	305	170	-329	759	627	237	686
석유화학	140	73	91	23	81	17	102	92	517	326	291	431
윤활기유	84	129	126	80	84	81	43	69	418	420	277	359

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	178,903	163,218	208,914	254,420	270,829
매출원가	164,388	140,209	187,831	238,800	244,558
매출총이익	14,515	23,010	21,082	15,620	26,271
판매비및일반관리비	6,339	6,841	7,350	7,571	13,000
영업이익(보고)	8,176	16,169	13,733	8,049	14,767
영업이익(핵심)	8,176	16,169	13,733	8,049	13,271
영업외손익	-49	-418	2,716	550	1,701
이자수익	350	545	524	648	674
배당금수익	0	8	12	23	96
외환이익	3,878	4,349	5,687	5,858	5,917
이자비용	358	563	583	742	783
외환손실	5,165	5,021	3,271	3,402	3,470
관계기업지분법손익	98	66	51	43	38
투자및기타자산처분손익	-11	-17	-6	0	0
금융상품평가및기타금융이익	550	-319	349	-835	-771
기타	610	534	-48	-1,043	0
법인세차감전이익	8,127	15,751	16,449	8,599	14,972
법인세비용	1,814	3,697	3,984	2,222	3,294
유효법인세율 (%)	22.3%	23.5%	24.2%	25.8%	22.0%
당기순이익	6,313	12,054	12,465	6,378	11,678
지배주주지분순이익(억원)	6,313	12,054	12,465	6,378	11,678
EBITDA	10,908	19,036	16,674	10,879	16,654
현금순이익(Cash Earnings)	9,045	14,921	15,407	9,207	15,061
수정당기순이익	5,895	12,311	12,205	7,213	12,449
증감율(% YoY)					
매출액	-37.4	-8.8	28.0	21.8	6.4
영업이익(보고)	N/A	97.8	-15.1	-41.4	83.5
영업이익(핵심)	N/A	97.8	-15.1	-41.4	64.9
EBITDA	2,081.6	74.5	-12.4	-34.8	53.1
지배주주지분 당기순이익	N/A	90.9	3.4	-48.8	83.1
EPS	N/A	90.9	3.4	-48.8	83.1
수정순이익	N/A	108.8	-0.9	-40.9	72.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	24,756	17,220	11,433	6,112	13,902
당기순이익	6,313	12,054	12,465	6,378	11,678
감가상각비	2,642	2,784	2,854	2,755	3,320
무형자산상각비	90	83	88	74	63
외환손익	106	988	-803	-2,456	-2,446
자산처분손익	731	841	246	0	0
지분법손익	-98	-66	-51	-43	-38
영업활동자산부채 증감	14,719	-1,882	-2,363	-3,040	-1,096
기타	252	2,418	-1,002	2,444	2,423
투자활동현금흐름	-28,019	-19,669	-8,322	-23,226	-9,493
투자자산의 처분	-20,526	-9,357	16,022	-4,140	-1,493
유형자산의 처분	34	71	26	0	0
유형자산의 취득	-6,544	-10,636	-24,141	-19,086	-8,000
무형자산의 처분	-31	-67	-13	0	0
기타	-951	319	-216	0	0
재무활동현금흐름	-1,841	8,111	-5,983	7,611	2,724
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-559	10,208	2,051	13,360	5,600
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,282	-2,096	-8,034	-6,171	-3,028
기타	0	0	0	422	152
현금및현금성자산의순증가	-5,103	5,662	-2,874	-9,503	7,134
기초현금및현금성자산	7,115	2,012	7,674	4,801	-4,702
기말현금및현금성자산	2,012	7,674	4,801	-4,702	2,432
Gross Cash Flow	10,037	19,102	13,796	9,152	14,999
Op Free Cash Flow	17,227	2,656	-13,169	-11,247	7,558

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	56,898	79,744	67,748	71,957	84,036
현금및현금성자산	2,012	7,674	4,801	-4,702	2,432
유동금융자산	25,259	34,458	17,424	21,219	22,587
매출채권및유동채권	13,640	13,377	17,617	21,454	22,838
재고자산	15,987	24,234	27,907	33,986	36,178
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	51,057	59,846	83,126	99,887	104,728
장기매출채권및기타비유동채권	1,936	678	483	588	626
투자자산	1,341	1,515	1,904	2,303	2,489
유형자산	47,308	57,108	79,687	96,018	100,698
무형자산	472	545	1,052	977	914
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	107,955	139,590	150,875	171,844	188,764
유동부채	32,222	48,328	45,444	52,356	54,848
매입채무및기타유동채무	15,834	22,585	28,834	35,114	37,379
단기차입금	15,825	17,886	13,554	13,554	13,554
유동성장기차입금	55	3,573	142	142	142
기타유동부채	508	4,284	2,915	3,546	3,774
비유동부채	21,835	27,347	37,004	50,856	56,633
장기매입채무및비유동채무	236	270	322	392	417
사채및장기차입금	20,073	25,636	34,747	48,107	53,707
기타비유동부채	1,526	1,440	1,935	2,357	2,509
부채총계	54,056	75,674	82,448	103,212	111,481
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	52,188	60,838
기타자본	9,761	9,755	9,738	9,738	9,738
지배주주지분자본총계	53,899	63,916	68,426	68,632	77,283
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	53,899	63,916	68,426	68,632	77,283
순차입금	8,681	4,962	26,218	45,285	42,383
총차입금	35,952	47,095	48,442	61,802	67,402

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,414	10,337	10,690	5,469	10,015
BPS	46,224	54,814	58,682	58,859	66,278
주당EBITDA	9,355	16,326	14,300	9,330	14,282
CFPS	7,757	12,796	13,213	7,896	12,916
DPS	2,400	6,200	5,900	2,600	3,600
주가배수(배)					
PER	14.7	8.2	10.9	17.9	9.8
PBR	1.7	1.5	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.2	5.4	9.7	14.5	9.3
PCFR	10.2	6.6	8.9	12.4	7.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.6	9.9	6.6	3.2	5.5
영업이익률(핵심)	4.6	9.9	6.6	3.2	4.9
EBITDA margin	6.1	11.7	8.0	4.3	6.1
순이익률	3.5	7.4	6.0	2.5	4.3
자기자본이익률(ROE)	12.3	20.5	18.8	9.3	16.0
투하자본이익률(ROIC)	9.4	18.8	12.8	7.8	11.4
안정성(%)					
부채비율	100.3	118.4	120.5	150.4	144.3
순차입금비율	16.1	7.8	38.3	66.0	54.8
이자보상배율(배)	22.8	28.7	23.6	10.9	16.9
활동성(배)					
매출채권회전율	10.2	12.1	13.5	13.0	12.2
재고자산회전율	8.9	8.1	8.0	8.2	7.7
매입채무회전율	11.2	8.5	8.1	8.0	7.5

Compliance Notice

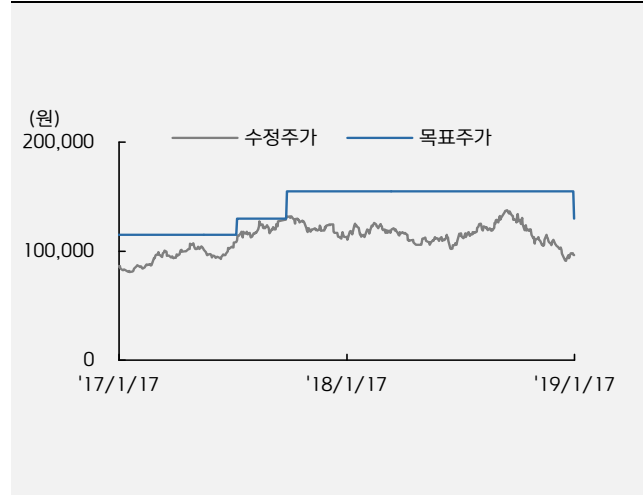
- 당사는 1월 16일 현재 'S-Oil' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 사점	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	-30.9	-20.0
	2019/01/17	Buy(Maintain)	130,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 및 적용기준

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

업종	적용기준(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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%