



## BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원  
주가(01/18): 98,200원  
시가총액: 113,211억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (01/18)	2,124.28pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	137,500원	91,000원
등락률	-28.58%	7.91%
수익률	절대	상대
1W	-7.4%	-10.1%
6M	-14.2%	-7.5%
1Y	-11.1%	5.2%

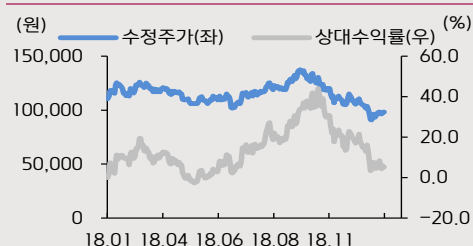
## Company Data

발행주식수	116,605천주
일평균 거래량(3M)	306천주
외국인 지분율	76.34%
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)

## 올해, 신뢰를 회복할 것이다



S-Oil의 주가는 작년 9월 이후 하락세에 있습니다. 4분기 유가 하락에 따른 재고평가 손실 발생, 1~2월 배당주 차이 실현, 예상보다 더딘 RUC 플랜트 가동률 등에 기인합니다. 하지만 올해 1분기부터 정유부문의 실적 개선으로 주가의 점진적 회복이 예상됩니다. 참고로 당사는 역대 정유사 중 정제마진 변동에 따른 EPS 민감도가 가장 큼니다. 올해는 상반기 재고평가이익 발생, 하반기 IMO 반사수혜 효과로 정유부문의 실적 개선이 예상됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 정유부문, 증익이 클 전망

S-Oil의 주가는 작년 4분기 유가 하락에 따른 재고평가이익(3Q18 \$1.9/B → 4Q18 -\$7.7/B) 급감, 배당주 1~2월 차이 실현에 따른 수급 악화 및 휘발유와 고유황중유 가격 역전 현상 발생 등으로 인한 RUC 수익성 감소 예상으로 작년 9월 이후 하락세에 있다. 하지만 올해 1월 하순을 기점으로 주가는 상승세로 반전할 전망이다. 올해 정유부문의 실적이 작년 대비 크게 개선될 것으로 예상되기 때문이다. 당사의 올해 정유부문 영업이익은 6,863억원으로 작년 대비 큰 폭의 증익이 예상된다. 1) OPEC의 원유 생산량 감축 움직임, 미국의 Shale Rig수 감소 등으로 올해 상반기에 유가가 반등하며, 재고평가이익이 증가할 가능성이 크며, 2) 휘발유 크랙은 비우호적인 수급으로 작년 대비 큰 폭의 개선은 힘들겠지만, 등경유 크랙은 수요 대비 공급 증가 제한 및 미국/싱가폴/EU16/일본 등 주요국 재고가 5년래 저점 수준에 위치하고 있어, 향후 빠른 마진 회복이 예상되며, 3) 올해 하반기에는 미국 파이프라인 개통에 따른 미국 DUC 유정의 생산량 확대에 유가 하락이 예상되지만, IMO 규제에 따른 마진 반등으로 견조한 실적이 예상되기 때문이다.

작년 12월 초 배럴당 -\$12까지 하락하였던, 당사의 조정 정제마진(추정치)은 OSP 하락 등으로 현재 배럴당 \$5 수준까지 회복한 상황이며, 최근 연료유 절감 효과도 실적 개선에 긍정적으로 작용할 전망이다. 참고로 당사는 역대 정유사 중 정제마진 변동에 따른 EPS 민감도가 가장 큰 회사 중 하나다. 한편 당사는 2016년 #1 CDU, 2017년 CFU, 2018년 #2 CDU 정기보수에 이어 올해 3월 중에 #3 CDU의 정기보수를 진행할 것으로 보인다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 상반기, 윤활기유 마진 회복 전망

당사의 윤활기유부문은 올해 상반기 실적 개선이 예상된다. 윤활기유는 래깅 타임이 길어, 올해 상반기에는 판가가 상대적으로 양호한 가운데, 낮은 원재료 가격이 투입되기 때문이다. 다만 올해 아시아태평양 공급 확대(2018 +1.6만B/D → 2019 + 4.8만B/D)로 올해 하반기는 수급이 다소 악화될 전망이다. 참고로 당사는 Group I/II/III 등 모든 종류의 윤활기유를 생산하고 있으며, 윤활기유 총 생산능력은 4.47만B/D이다. 그 중 고마진율을 기록하고 있는 Group III 윤활기유 비중은 약 46% 수준으로 추정된다.

## 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	47,454	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
투자자본이익률(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

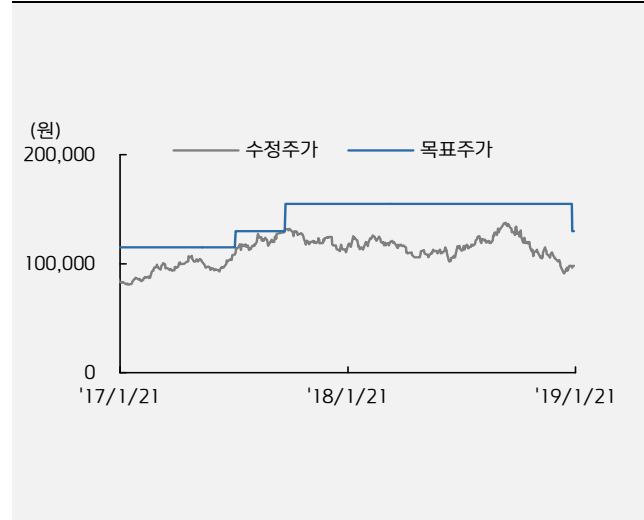
- 당사는 1월 18일 현재 'S-Oil' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
S-Oil (010950)	2017/02/03	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-21.2	-12.6
	2017/04/19	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-16.6	-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	-24.5	-24.5
	2019/01/21	Buy(Maintain)	130,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(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	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%