



BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원
주가(01/28): 99,000원
시가총액: 114,256억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (01/28)	2,177.30pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	137,500원	91,000원
등락률	-28.00%	8.79%
수익률	절대	상대
1W	1.3%	-5.0%
6M	-12.4%	-7.7%
1Y	-14.3%	1.4%

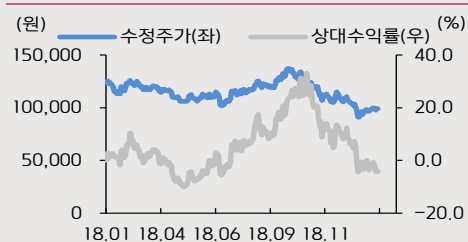
Company Data

발행주식수	116,605천주
일평균 거래량(3M)	299천주
외국인 지분율	76.35%
배당수익률(18E)	2.66%
BPS(18E)	56,253원
주요 주주	Aramco Overseas 63.45%
	국민연금관리공단 6.07%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	163,218	208,914	254,633	271,997
보고영업이익	16,169	13,733	6,805	14,826
핵심영업이익	16,169	13,733	6,805	13,325
EBITDA	19,036	16,674	10,370	19,139
세전이익	15,751	16,449	4,304	14,499
순이익	12,054	12,465	3,338	11,309
지배주주지분순이익	12,054	12,465	3,338	11,309
EPS(원)	10,337	10,690	2,863	9,699
증감률(%YoY)	90.9	3.4	-73.2	238.8
PER(배)	8.2	10.9	34.1	10.1
PBR(배)	1.5	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	5.4	9.7	15.5	8.2
보고영업이익률(%)	9.9	6.6	2.7	5.5
핵심영업이익률(%)	9.9	6.6	2.7	4.9
ROE(%)	20.5	18.8	5.0	16.2
순부채비율(%)	7.8	38.3	73.4	58.5

Price Trend



기업브리프

S-Oil (010950)

올해 1분기 실적 개선을 보자



S-Oil의 작년 4분기 영업이익은 -2,924억원으로 시장 기대치를 하회하였습니다. 석유화학/유탄기유부문은 전 분기 대비 실적이 개선되었지만, 유가 급락으로 정유부문의 재고평가손실이 크게 발생하였기 때문입니다. 하지만 올해 1분기 영업이익은 재고 평가이익 증가, RUC/ODC 프로젝트 가동률 개선, 경쟁 PX 업체 정기보수에 따른 PX 스프레드의 호조세 지속으로 큰 폭의 흑자전환이 예상됩니다.

>>> 작년 4분기 실적, 시장 기대치 하회

S-Oil의 작년 4분기 영업이익은 -2,924억원으로 시장 컨센서스(-768억원)를 크게 하회하였다.

1) 정유부문 영업이익은 -5,016억원으로 전 분기 대비 적자전환되었다. 정기 보수 제한에 따른 물량 증가에도 불구하고, 유가 하락에 따른 재고평가이익 급감, 미국 정제설비의 높은 가동률로 인한 휘발유/나프타 래깅 스프레드 축소 등에 기인한다.

2) 석유화학부문 영업이익은 1,584억원으로 전 분기 대비 55.1% 증가하였다. 벤젠 스프레드가 축소되었지만, PX 스프레드가 수급 타이트 현상을 지속 하며 톤당 \$500을 상회하였고, PP/PO 스프레드가 원재료 가격 하락으로 전 분기 대비 소폭 상승하였기 때문이다.

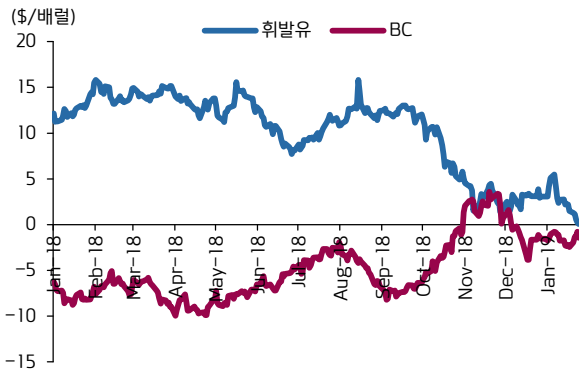
3) 유탄기유부문 영업이익은 509억원으로 전 분기 대비 17.8% 증가하였다. 유탄기유 래깅 스프레드가 개선되었고, 미국/유럽의 고급 기유 시장의 수요 반등에 기인한다.

작년 4분기는 부진한 실적으로 기록하였지만, 올해 1분기 동사의 영업이익은 3,632억원으로 빠른 실적 개선세가 전망된다. 유가 반등에 따른 재고평가이익 증가, RUC/ODC 프로젝트의 가동률 개선, 역대 PX 경쟁사(릴라이언스 400만톤, 세계 M/S 8%)의 정기보수로 PX 스프레드가 올해 1분기에 견조한 흐름을 지속할 것으로 예상되기 때문이다.

>>> 올해 RUC/ODC 프로젝트, 실적에 기여 전망

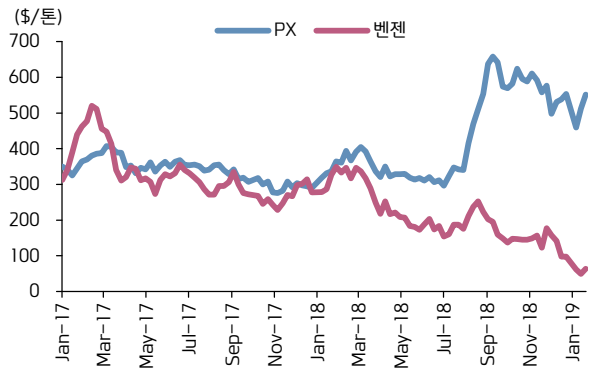
RUC/ODC 프로젝트는 작년 11월부터 성공적으로 가동하며, 작년 4분기 각각 92.1%, 65.6%의 가동률을 기록하였다. 작년 4분기는 감가상각비 부담 및 풀가동 제한으로 인한 고정비 증가로 이익 기여는 크지 않았던 것으로 보인다. 하지만 중국 수출 물량 감소, IMO 규제에 의한 휘발유 공급 축소, 올해 하반기 HSFO 가격 하락 전망 등으로 동사의 RUC/ODC 프로젝트는 올해 1분기를 기점으로 실적 회복세를 기록할 전망이다.

싱가폴 휘발유/고유황중유 크랙 추이



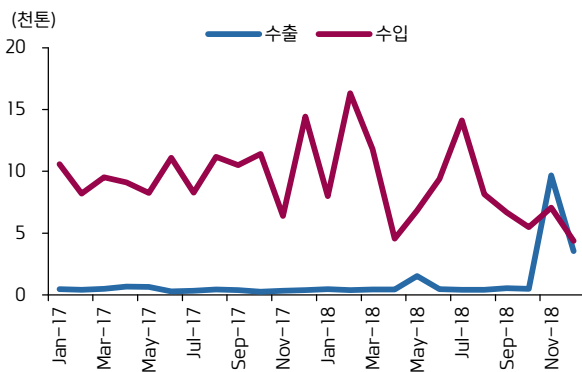
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

국내 PX/벤젠 스프레드 추이



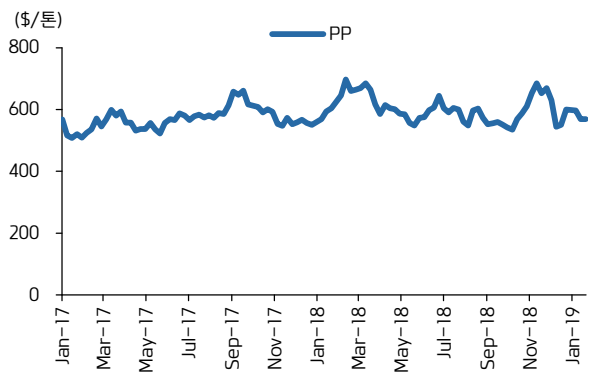
자료: 씨스کم, 키움증권 리서치

국내 PO 수출입 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 PP 스프레드 추이



자료: 씨스کم, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018E	2019E
매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	6,003	7,188	6,861	16,322	20,891	25,463	27,200
정유	4,044	3,699	4,107	4,562	4,341	4,754	5,728	5,303	12,464	16,412	20,127	21,612
석유화학	771	561	700	532	532	829	1,050	1,132	2,544	2,864	3,701	4,096
윤활기유	385	406	405	378	378	420	409	427	1,314	1,615	1,635	1,493
영업이익	333	117	553	369	256	403	316	-292	1,617	1,373	681	1,483
%OP	6.4	2.5	10.6	6.4	4.7	6.7	4.4	-4.3	9.9	6.6	2.7	5.5
정유	100	-85	336	266	90	305	170	-502	759	627	64	536
석유화학	140	73	91	23	81	17	102	158	517	326	358	631
윤활기유	84	129	126	80	84	81	43	51	418	420	259	315

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	178,903	163,218	208,914	254,633	271,997
매출원가	164,388	140,209	187,831	240,247	245,616
매출총이익	14,515	23,010	21,082	14,386	26,381
판매비및일반관리비	6,339	6,841	7,350	7,581	13,056
영업이익(보고)	8,176	16,169	13,733	6,805	14,826
영업이익(핵심)	8,176	16,169	13,733	6,805	13,325
영업외손익	-49	-418	2,716	-2,502	1,174
이자수익	350	545	524	649	676
배당금수익	0	8	12	23	97
외환이익	3,878	4,349	5,687	5,858	5,917
이자비용	358	563	583	770	817
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	-1,179	-1,266
기타	610	534	-48	-3,723	0
법인세차감전이익	8,127	15,751	16,449	4,304	14,499
법인세비용	1,814	3,697	3,984	965	3,190
유효법인세율 (%)	22.3%	23.5%	24.2%	22.4%	22.0%
당기순이익	6,313	12,054	12,465	3,338	11,309
지배주주지분순이익(억원)	6,313	12,054	12,465	3,338	11,309
EBITDA	10,908	19,036	16,674	10,370	19,139
현금순이익(Cash Earnings)	9,045	14,921	15,407	6,903	17,123
수정당기순이익	5,895	12,311	12,205	4,517	12,576
증감율(% YoY)					
매출액	-37.4	-8.8	28.0	21.9	6.8
영업이익(보고)	N/A	97.8	-15.1	-50.4	117.9
영업이익(핵심)	N/A	97.8	-15.1	-50.4	95.8
EBITDA	2,081.6	74.5	-12.4	-37.8	84.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	90.9	3.4	-73.2	238.8
EPS	N/A	90.9	3.4	-73.2	238.8
수정순이익	N/A	108.8	-0.9	-63.0	178.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	56,898	79,744	67,748	71,482	86,583
현금및현금성자산	2,012	7,674	4,801	-5,242	4,627
유동금융자산	25,259	34,458	17,424	21,237	22,685
매출채권및유동채권	13,640	13,377	17,617	21,472	22,936
재고자산	15,987	24,234	27,907	34,015	36,334
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	51,057	59,846	83,126	99,717	102,068
장기매출채권및기타비유동채권	1,936	678	483	589	629
투자자산	1,341	1,515	1,904	2,305	2,498
유형자산	47,308	57,108	79,687	95,846	98,027
무형자산	472	545	1,052	977	914
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	107,955	139,590	150,875	171,199	188,651
유동부채	32,222	48,328	45,444	52,388	55,025
매입채무및기타유동채무	15,834	22,585	28,834	35,144	37,540
단기차입금	15,825	17,886	13,554	13,554	13,554
유동성장기차입금	55	3,573	142	142	142
기타유동부채	508	4,284	2,915	3,549	3,790
비유동부채	21,835	27,347	37,004	53,217	59,751
장기매입채무및비유동채무	236	270	322	393	419
사채및장기차입금	20,073	25,636	34,747	50,466	56,812
기타비유동부채	1,526	1,440	1,935	2,359	2,520
부채총계	54,056	75,674	82,448	105,605	114,776
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	49,148	57,430
기타자본	9,761	9,755	9,738	9,738	9,738
지배주주지분자본총계	53,899	63,916	68,426	65,593	73,875
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	53,899	63,916	68,426	65,593	73,875
순차입금	8,681	4,962	26,218	48,166	43,195
총차입금	35,952	47,095	48,442	64,161	70,507

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	24,756	17,220	11,433	3,795	15,901
당기순이익	6,313	12,054	12,465	3,338	11,309
감가상각비	2,642	2,784	2,854	3,490	5,751
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	-3,054	-1,160
기타	252	2,418	-1,002	2,444	2,423
투자활동현금흐름	-28,019	-19,669	-8,322	-23,808	-9,512
투자자산의 처분	-20,526	-9,357	16,022	-4,159	-1,580
유형자산의 처분	34	71	26	0	0
유형자산의 취득	-6,544	-10,636	-24,141	-19,649	-7,932
무형자산의 처분	-31	-67	-13	0	0
기타	-951	319	-216	0	0
재무활동현금흐름	-1,841	8,111	-5,983	9,971	3,479
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-559	10,208	2,051	15,719	6,346
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,282	-2,096	-8,034	-6,171	-3,028
기타	0	0	0	424	161
현금및현금성자산의순증가	-5,103	5,662	-2,874	-10,042	9,868
기초현금및현금성자산	7,115	2,012	7,674	4,801	-5,241
기말현금및현금성자산	2,012	7,674	4,801	-5,241	4,627
Gross Cash Flow	10,037	19,102	13,796	6,849	17,061
Op Free Cash Flow	17,227	2,656	-13,169	-12,333	10,047

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,414	10,337	10,690	2,863	9,699
BPS	46,224	54,814	58,682	56,253	63,355
주당EBITDA	9,355	16,326	14,300	8,893	16,414
CFPS	7,757	12,796	13,213	5,920	14,685
DPS	2,400	6,200	5,900	2,600	4,600
주가배수(배)					
PER	14.7	8.2	10.9	34.1	10.1
PBR	1.7	1.5	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.2	5.4	9.7	15.5	8.2
PCFR	10.2	6.6	8.9	16.5	6.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.6	9.9	6.6	2.7	5.5
영업이익률(핵심)	4.6	9.9	6.6	2.7	4.9
EBITDA margin	6.1	11.7	8.0	4.1	7.0
순이익률	3.5	7.4	6.0	1.3	4.2
자기자본이익률(ROE)	12.3	20.5	18.8	5.0	16.2
투자자본이익률(ROIC)	9.4	18.8	12.8	6.6	11.6
안정성(%)					
부채비율	100.3	118.4	120.5	161.0	155.4
순차입금비용	16.1	7.8	38.3	73.4	58.5
이자보상배율(배)	22.8	28.7	23.6	8.8	16.3
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

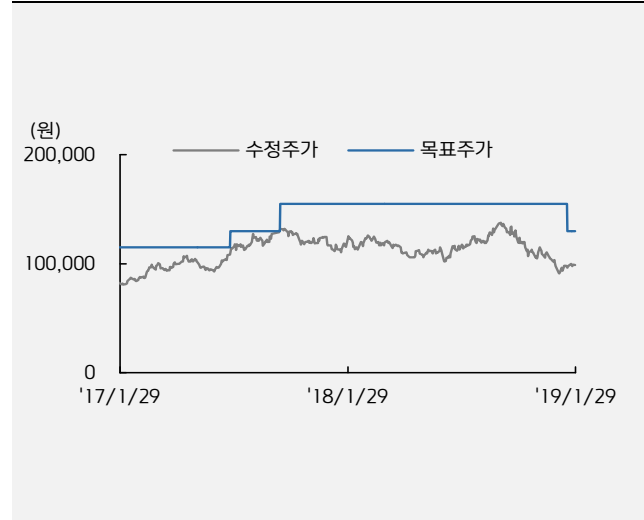
- 당사는 1월 28일 현재 'S-Oil' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

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	-24.0	-23.1
	2019/01/29	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%