

# S-Oil(010950)

## 긍정적인 자세가 필요한 시점

### 긍정적 요인을 반영해야 할 때

주가는 3월부터 증가하는 원재료 부담과 기대를 하회한 1분기 실적으로 약세를 보이고 있다. 유가 상승과 사우디아라비아 OSP(Official Selling Price) 인상에서 비롯된 높아진 원가를 반영해 2018년 과 2019년 예상 영업이익을 각각 4%, 6% 하향한다. 그러나 부정적 요인은 이미 주가에 반영되었고, 2분기부터는 다가올 호재에 앞서 매수 관점을 강화할 시점이라고 판단한다.

### 2분기 예상 영업이익, 컨센서스 30% 상회 할 것

2분기 예상 영업이익은 보수적인 가정하에 전분기대비 107%, 전년동기대비 350% 증가해, 컨센서스를 33% 상회할 것으로 예상된다. 1) 정유사의 수익성을 평가하는 2분기 평균(QTD) 1개월 후행 정제마진이 전분기대비 65% 상승한 배럴당 12.6달러를 기록했다. 정제제품 가격과 유가가 6월까지 현수준으로 유지된다면 2분기 평균 1개월 후행 정제마진은 배럴당 11.6달러로, 전분기대비 50% 상승하는 큰 폭의 개선을 보일 것이다. 보수적 관점에서 우리 추정치인 배럴당 10달러를 적용해도 2분기 정유부문 영업이익은 전분기대비 1,150억원 증가할 것이다. 2) 유가관련 채고평가이익 역시 보수적 가정하에 배럴당 73달러의 두바이유(현재 배럴당 77달러)기준에서도 1,470억원을 기록할 전망이다.

### Spot 정제마진은 곧 역사적 고점 돌파할 전망

유가의 가파른 상승이 수요 강세 요인이 아닌 지정학적 리스크에서 비롯됐음에도 불구하고 spot 정제마진은 V자 반등을 시험하고 있다. 이는 현재 정제제품의 수급이 그만큼 타이트하다는 것을 증명하는 것이며, spot 정제마진은 역사적 고점인 배럴당 8달러에 거의 근접했다. 정제제품의 수요가 이미 공급을 초과했기 때문에 추가적인 유가 급등을 배제할 경우 spot 정제마진은 곧 역사적 고점을 돌파할 것으로 보인다. 현재 미국의 등경유 채고는 지난 5년 평균 범위의 최저점을 하회하여 등유 공급 부족에 대한 우려가 확대되고 있다(그림 3). 6월과 7월에 들어서며 계절적 성수기 진입과 석유화학 설비의 재가동으로 휘발유와 납사 마진 개선 또한 가세될 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	16,322	1,617	1,205	10,353	90.9	1,904	8.2	5.4	1.5	20.5	7.3
2017A	20,891	1,373	1,246	10,706	3.4	1,667	10.9	9.7	2.0	18.8	5.0
2018F	23,397	1,846	1,427	12,246	14.4	2,321	8.9	6.5	1.7	19.8	7.0
2019F	23,966	2,609	2,030	17,427	42.3	3,314	6.2	4.1	1.4	24.9	9.9
2020F	23,923	3,235	2,512	21,566	23.7	4,174	5.0	3.2	1.3	26.8	12.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 160,000원(유지)

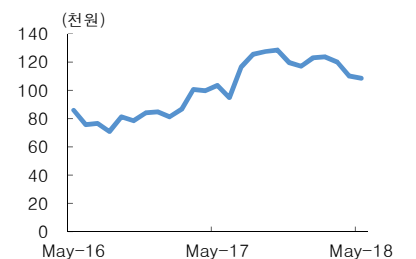
### Stock Data

KOSPI(5/28)	2,479
주가(5/28)	108,500
시가총액(십억원)	12,215
발행주식수(백만)	113
52주 최고/최저가(원)	132,000/92,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	31,129
유동주식비율/외국인지분율(%)	36.5/76.6
주요주주(%)	Aramco Overseas Company BV 외 13인 63.5
	국민연금 6.1

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.9)	(9.2)	6.4
KOSPI 대비(%p)	(0.4)	(7.8)	1.1

### 주가추이



자료: WISEfn

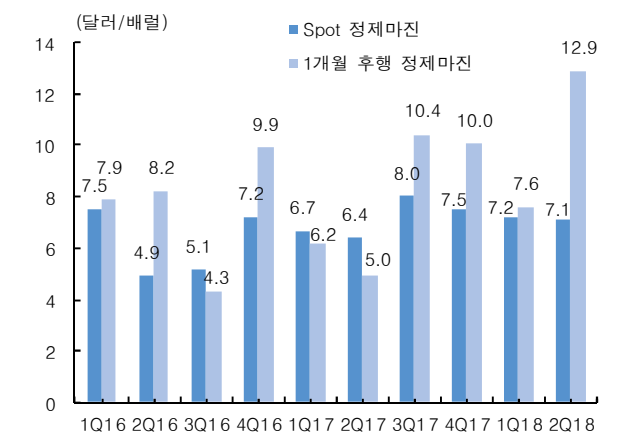
### 이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

### 고도화 설비는 3분기에 가동 예정

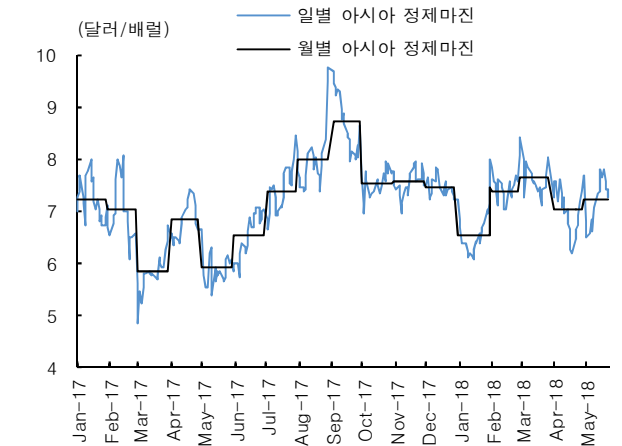
고도화 설비(RUC/ODC 프로젝트)의 기계적 준공이 4월말에 완료되었고, 현재 시운전 단계에 돌입했다는 점에 주목해야 한다. 상업용 가동은 6~7월 사이에 시작될 것이다. 현재 제품과 원재료 가격을 고려했을 때, 고도화 설비로부터 약 6,400억원의 연간 영업이익이 증가할 것으로 예상된다. 본격적인 고도화 설비 가동과 함께 타이탄 정제제품 수급으로 개선될 정제마진 또한 감안하면 향후 컨센서스와 우리 추정치를 큰 폭으로 상회할 실적개선 가능성은 열려있는 것으로 보인다.

[그림 1] 분기별 spot 정제마진 vs. 1개월 후행 정제마진



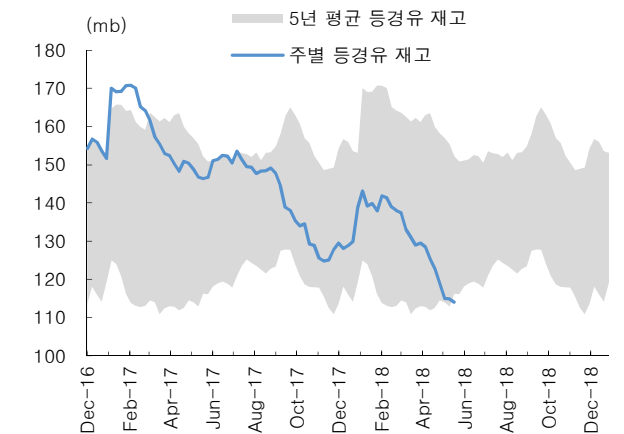
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 2] 일별 vs. 월별 아시아 정제마진



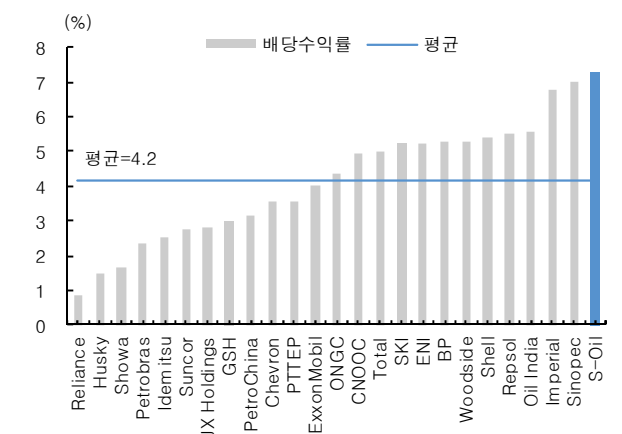
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 3] 미국 등경유 재고 감소



자료: EIA, 한국투자증권

[그림 4] Global peers: 배당수익률(2018F)



자료: 블룸버그, 한국투자증권

<표 1> 연간 실적 변경

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이(%p)	변경전	변경후	차이(%p)
매출액	22,200	23,397	5.4	22,467	23,966	6.7
영업이익	1,925	1,846	(4.1)	2,768	2,609	(5.7)
영업이익률(%)	8.7	7.9	(0.8)	12.3	10.9	(1.4)
세전이익	1,962	1,880	(4.2)	2,874	2,660	(7.5)
순이익	1,489	1,427	(4.2)	2,194	2,030	(7.5)

자료: 한국투자증권

## 〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	6,011	6,026	5,949	20,891	23,397	23,966
영업이익	333	117	553	369	255	527	507	557	1,373	1,846	2,609
영업이익률(%)	6.4	2.5	10.6	6.4	4.7	8.8	8.4	9.4	6.6	7.9	10.9
순이익	394	67	399	387	189	402	374	462	1,246	1,427	2,030
증가율(% YoY)											
매출액	51.7	11.1	26.0	27.6	4.1	28.9	15.6	2.3	28.0	12.0	2.4
영업이익	(32.2)	(81.7)	376.1	0.3	(23.7)	349.8	(8.4)	50.9	(15.1)	34.5	41.3
순이익	(9.1)	(84.9)	132.1	147.0	(52.1)	500.8	(6.2)	19.4	3.4	14.5	42.3
증가율(% QoQ)											
매출액	14.1	(10.3)	11.7	11.6	(6.9)	11.1	0.2	(1.3)			
영업이익	(9.4)	(64.8)	371.8	(33.2)	(31.1)	107.2	(3.9)	9.9			
순이익	151.4	(83.0)	495.8	(3.0)	(51.2)	113.1	(7.0)	23.5			
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)						396	434	504		1,591	2,063
						33.1	16.8	10.5		16.1	26.5
KIS 추정 영업이익 변화(%)						23.1	(20.2)	(8.0)		(4.1)	(5.7)

자료: 블룸버그, 한국투자증권

## 〈표 3〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	6,011	6,026	5,949	20,891	23,397	23,966
정유	4,044	3,699	4,107	4,562	4,341	4,799	4,870	4,835	16,412	18,845	19,338
윤활기유	385	406	405	419	379	491	435	431	1,615	1,737	1,726
석유화학	771	561	700	833	690	721	721	683	2,864	2,815	2,902
영업이익	333	117	553	369	255	527	507	557	1,373	1,846	2,609
정유	110	(85)	336	266	89	352	254	322	627	1,017	1,446
윤활기유	84	129	126	80	84	103	125	117	420	429	586
석유화학	140	73	91	23	81	73	128	118	326	401	577
영업이익률(%)	6.4	2.5	10.6	6.4	4.7	8.8	8.4	9.4	6.6	7.9	10.9
정유	2.7	(2.3)	8.2	5.8	2.1	7.3	5.2	6.7	3.8	5.4	7.5
윤활기유	21.9	31.9	31.2	19.2	22.2	21.0	28.7	27.0	26.0	24.7	34.0
석유화학	18.1	13.0	12.9	2.7	11.7	10.1	17.8	17.3	11.4	14.2	19.9

자료: 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

- S-Oil은 1976년 설립해 석유류 제품, 윤활기유 제품, 석유화학 제품 제조 및 판매를 하는 정유업체. 주력 제품은 정유 계열 제품.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,974	6,775	7,275	8,520	8,158
현금성자산	767	480	1,736	3,031	2,805
매출채권및기타채권	1,326	1,751	1,391	1,395	1,393
재고자산	2,423	2,791	2,910	2,856	2,722
비유동자산	5,985	8,313	9,303	8,983	8,428
투자자산	123	125	118	118	118
유형자산	5,711	7,969	8,973	8,655	8,102
무형자산	54	105	103	102	100
자산총계	13,959	15,087	16,578	17,503	16,586
유동부채	4,833	4,544	5,253	5,429	3,649
매입채무및기타채무	2,169	2,776	2,590	2,542	2,422
단기차입금및단기사채	1,789	1,355	1,763	1,663	1,563
유동성장기부채	357	14	41	372	373
비유동부채	2,735	3,700	3,743	3,343	2,942
사채	1,971	2,670	2,471	2,271	2,071
장기차입금및금융부채	592	804	801	601	401
부채총계	7,567	8,245	8,995	8,771	6,591
지배주주지분	6,392	6,843	7,582	8,732	9,995
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	4,745	5,198	5,938	7,087	8,351
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	7,582	8,732	9,995

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,722	1,143	2,311	2,718	1,897
당기순이익	1,205	1,246	1,427	2,030	2,512
유형자산감가상각비	278	285	467	697	932
무형자산상각비	8	9	8	8	8
자산부채변동	(188)	(236)	420	(5)	(1,545)
기타	419	(161)	(11)	(12)	(10)
투자활동현금흐름	(1,967)	(832)	(600)	(373)	(375)
유형자산투자	(1,064)	(2,414)	(1,474)	(382)	(382)
유형자산매각	7	3	3	3	3
투자자산순증	(913)	1,570	17	12	10
무형자산순증	(7)	(1)	(6)	(6)	(6)
기타	10	10	860	0	0
재무활동현금흐름	811	(598)	(455)	(1,050)	(1,748)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	1,021	205	232	(169)	(499)
배당금지급	(210)	(803)	(687)	(881)	(1,249)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	566	(287)	1,256	1,295	(226)

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

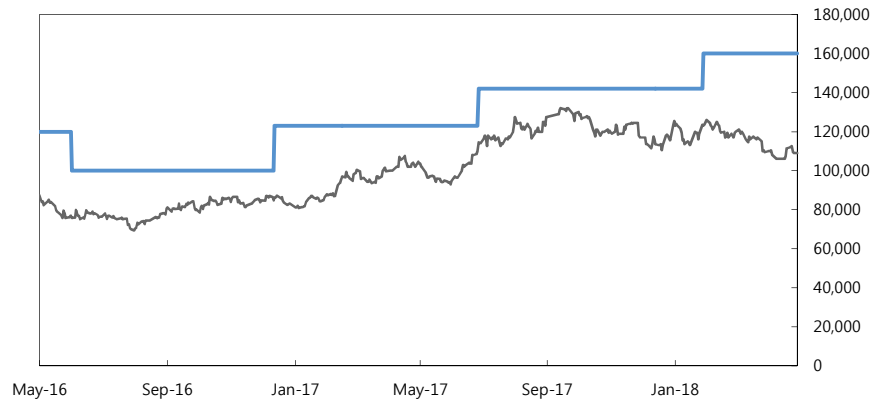
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	16,322	20,891	23,397	23,966	23,923
매출원가	14,021	18,783	20,828	20,618	19,944
매출총이익	2,301	2,108	2,569	3,348	3,979
판매관리비	684	735	723	739	744
영업이익	1,617	1,373	1,846	2,609	3,235
금융수익	185	330	116	73	69
이자수익	55	52	42	73	69
금융비용	245	127	77	34	24
이자비용	56	58	33	34	24
기타영업외손익	11	63	(16)	0	2
관계기업관련손익	7	5	11	12	10
세전계속사업이익	1,575	1,645	1,880	2,660	3,291
법인세비용	370	398	453	630	779
연결당기순이익	1,205	1,246	1,427	2,030	2,512
지배주주지분순이익	1,205	1,246	1,427	2,030	2,512
기타포괄이익	6	8	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	1,427	2,030	2,512
지배주주지분포괄이익	1,211	1,254	1,427	2,030	2,512
EBITDA	1,904	1,667	2,321	3,314	4,174

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,353	10,706	12,246	17,427	21,566
BPS	54,830	58,698	65,042	74,898	85,734
DPS	6,200	5,900	7,566	10,726	13,296
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(8.8)	28.0	12.0	2.4	(0.2)
영업이익증가율	97.8	(15.1)	34.5	41.3	24.0
순이익증가율	90.9	3.4	14.5	42.3	23.7
EPS증가율	90.9	3.4	14.4	42.3	23.7
EBITDA증가율	74.5	(12.4)	39.2	42.8	26.0
수익성(%)					
영업이익률	9.9	6.6	7.9	10.9	13.5
순이익률	7.4	6.0	6.1	8.5	10.5
EBITDA Margin	11.7	8.0	9.9	13.8	17.4
ROA	9.7	8.6	9.0	11.9	14.7
ROE	20.5	18.8	19.8	24.9	26.8
배당수익률	7.3	5.0	7.0	9.9	12.3
배당성향	59.9	55.1	61.7	61.5	61.6
안정성					
순차입금(십억원)	547	2,629	2,448	984	711
차입금/자본총계비율(%)	74.5	70.9	67.0	56.2	44.1
Valuation(X)					
PER	8.2	10.9	8.9	6.2	5.0
PBR	1.5	2.0	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.4	9.7	6.5	4.1	3.2

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
S-Oil(010950)	2016.05.24	매수	120,000원	-32.3	-26.9
	2016.06.30	매수	100,000원	-20.1	-13.0
	2017.01.11	매수	123,000원	-22.9	-10.6
	2017.07.26	매수	142,000원	-15.0	-7.0
	2018.02.27	매수	160,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 28일 현재 S-Oil 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 S-Oil 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.