



## BUY(Maintain)

목표주가: 155,000원  
주가(10/30): 130,000원  
시가총액: 150,641억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (10/30)		2,501.93pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	132,000원	78,500원
등락률	-1.52%	65.61%
수익률	절대	상대
1W	2.0%	-2.4%
6M	30.4%	14.9%
1Y	62.5%	31.2%

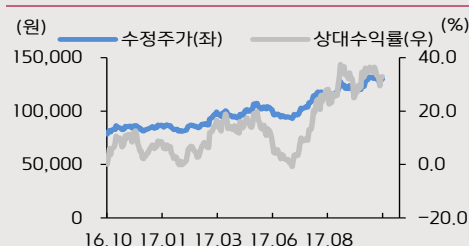
## Company Data

발행주식수	116,605천주
일평균 거래량(3M)	284천주
외국인 지분율	75.76%
배당수익률(17E)	5.23%
BPS(17E)	58,381원
주요 주주	Aramco Overseas 63.46%
	국민연금관리공단 6.07%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	163,218	204,226	224,804	245,763
보고영업이익	16,169	14,981	22,876	26,001
핵심영업이익	16,169	14,981	22,876	26,001
EBITDA	19,036	17,708	26,953	30,348
세전이익	15,751	15,643	21,423	24,341
순이익	12,054	12,077	16,710	18,986
지배주주지분순이익	12,054	12,077	16,710	18,986
EPS(원)	10,337	10,357	14,331	16,282
증감률(%YoY)	90.9	0.2	38.4	13.6
PER(배)	8.2	12.6	9.1	8.0
PBR(배)	1.5	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	5.4	10.4	6.8	5.9
보고영업이익률(%)	9.9	7.3	10.2	10.6
핵심영업이익률(%)	9.9	7.3	10.2	10.6
ROE(%)	20.5	18.3	23.1	23.0
순부채비율( )	7.8	48.2	40.8	31.2

## Price Trend



## S-Oil (010950)

## 정제마진 강세 기조 유지



S-Oil의 올해 3분기 영업이익은 5,532억원으로 시장 기대치를 상회하였습니다. 정유 부문의 계절적 비수기에도 불구하고, 유가 상승에 따른 재고평가이익 증가 및 역내/외 정제설비의 정기보수/허리케인 등으로 인한 생산 차질 확대에 정제마진이 전 분기 대비 개선되었기 때문입니다. 한편 동사의 RUC/ODC 프로젝트는 올해 3분기 말 현재 82.1%의 프로젝트 진행률을 기록하고 있는 것으로 보입니다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 3분기 영업이익, 시장 기대치 상회

S-Oil의 올해 3분기 실적은 매출액 5조2,118억원(YoY +26.0%, QoQ +11.7%), 영업이익 5,532억원(YoY +376.1%, QoQ +371.8%)을 기록하며 시장 기대치(영업이익 5,150억원)를 상회하였다. 정유부문의 계절적 비수기 요인에도 불구하고, 유가 상승에 따른 재고평가이익 증가 및 미국 허리케인 하비 영향으로 인한 정제마진 개선에 기인한다.

정유부문 영업이익은 3,364억원으로 전 분기(-849억원) 대비 큰 폭의 흑자 전환을 하였다. 이는 1) 전 분기 CFU 정기보수에 따른 기저 효과가 발생하였고, 2) 역내/외 정제설비 정기보수가 확대되는 가운데, 벵커C유/디젤 크랙 마진이 수요 호조로 강세를 지속하였으며, 3) 역내 CDU 순증 물량이 작년 대비 크게 감소하는 등 수급 타이트 현상이 지속되고 있고, 4) 허리케인 하비 영향으로 세계 생산능력 3~4%의 정제설비가 생산 차질에 들어가며, 휘발유 크랙 마진 하락을 방어하였기 때문이다.

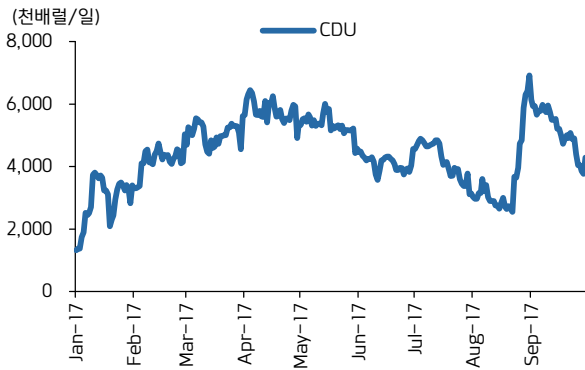
석유화학부문 영업이익은 905억원으로 전 분기(728억원) 대비 24.3% 증가하였다. 릴라이언스 신규 PX 공장 가동에도 불구하고, 1) 전 분기 PX 공장 정기보수로 인한 물량 측면의 기저 효과가 발생하였고, 2) 중국 석탄 가격 상승 및 PET 업황 개선으로 C3/PX 스프레드가 견조한 수준을 유지하였기 때문이다.

유탄기유부문 영업이익은 1,263억원으로 전 분기 대비 2.4% 감소하였다. 다만 영업이익률은 31.2%로 여전히 높은 마진율을 기록하였다. 수요 강세가 유지되고 있는 가운데, 높은 수준의 스프레드가 지속되고 있기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 신규 프로젝트, 높은 경제성 전망

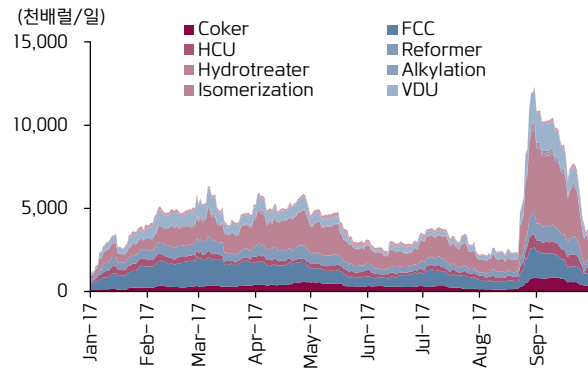
약 5조원을 투자되는 동사의 HS-FCC/석유화학(PP/PO) 프로젝트의 올해 3분기 말 진행률은 82.1%로 기존 계획 대비 2.8%p 빠르게 진척되고 있는 것으로 보인다. 최근 Fuel Oil 강세로 기존 예상 대비 프로젝트 경제성에 대한 시장의 우려가 증가하고 있지만, 동사는 저가 원재료 투입 효과 등으로 여전히 프로젝트의 IRR을 18.3%로 예상하고 있다. 또한 이번 고도화 설비 확대로 2020년 이후 IMO의 황 함유량 규제에 따른 반사 수혜가 전망된다.

## 2017년 세계 정제설비(CDU) 생산차질 추이



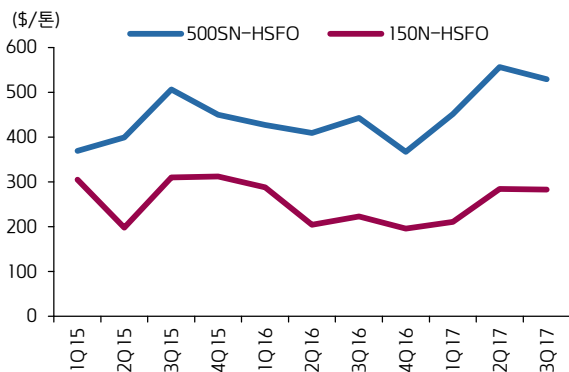
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 2017년 세계 정제설비(기타) 생산차질 추이



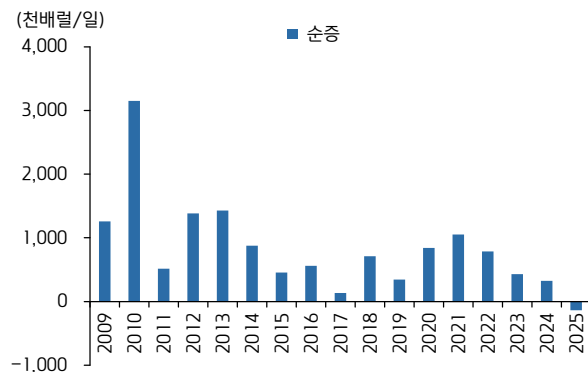
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 유탄기유 스프레드 추이



자료: S-Oil, 키움증권 리서치

## 아시아태평양 CDU 순증설 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

## S-Oil 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	3,428	4,198	4,138	4,557	5,200	4,665	5,212	5,346	17,890	16,322	20,423	22,480
정유	2,467	3,215	3,187	3,595	4,044	3,699	4,107	4,245	14,054	12,464	16,095	17,532
석유화학	636	637	629	642	771	561	700	532	2,496	2,544	2,678	3,111
유탄기유	325	346	322	321	385	406	405	378	1,340	1,314	1,650	1,838
영업이익	492	641	116	368	333	117	553	494	818	1,617	1,498	2,288
%OP	14.3%	15.3%	2.8%	8.1%	6.4%	2.5%	10.6%	9.2%	4.6%	9.9%	7.3%	10.2%
정유	220	375	-123	288	100	-85	336	314	278	759	666	1,161
석유화학	144	140	142	91	140	73	91	92	287	517	395	656
유탄기유	128	128	97	66	84	129	126	109	316	418	448	470

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	178,903	163,218	204,226	224,804	245,763
매출원가	164,388	140,209	181,281	192,352	207,965
매출총이익	14,515	23,010	22,945	32,452	37,798
판매비및일반관리비	6,339	6,841	7,964	9,576	11,797
영업이익(보고)	8,176	16,169	14,981	22,876	26,001
영업이익(핵심)	8,176	16,169	14,981	22,876	26,001
영업외손익	-49	-418	662	-1,453	-1,661
이자수익	350	545	226	479	525
배당금수익	0	8	0	0	0
외환이익	3,878	4,349	2,174	4,349	4,349
이자비용	358	563	387	881	966
외환손실	5,165	5,021	2,511	5,021	5,021
관계기업지분법손익	98	66	60	60	61
투자및기타자산처분손익	-11	-17	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	550	-319	1,153	528	448
기타	610	534	-54	-967	-1,057
법인세차감전이익	8,127	15,751	15,643	21,423	24,341
법인세비용	1,814	3,697	3,566	4,713	5,355
유효법인세율 (%)	22.3%	23.5%	22.8%	22.0%	22.0%
당기순이익	6,313	12,054	12,077	16,710	18,986
지배주주지분순이익(억원)	6,313	12,054	12,077	16,710	18,986
EBITDA	10,908	19,036	17,708	26,953	30,348
현금순이익(Cash Earnings)	9,045	14,921	14,804	20,787	23,332
수정당기순이익	5,895	12,311	10,924	16,182	18,538
증감율(% YoY)					
매출액	-37.4	-8.8	25.1	10.1	9.3
영업이익(보고)	N/A	97.8	-7.3	52.7	13.7
영업이익(핵심)	N/A	97.8	-7.3	52.7	13.7
EBITDA	2,081.6	74.5	-7.0	52.2	12.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	90.9	0.2	38.4	13.6
EPS	N/A	90.9	0.2	38.4	13.6
수정순이익	N/A	108.8	-11.3	48.1	14.6

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	24,756	17,220	11,931	19,319	21,838
당기순이익	6,313	12,054	12,077	16,710	18,986
감가상각비	2,642	2,784	2,655	4,014	4,292
무형자산상각비	90	83	72	63	54
외환손익	106	988	336	672	672
자산처분손익	731	841	0	0	0
지분법손익	-98	-66	-60	-60	-61
영업활동자산부채 증감	14,719	-1,882	-2,805	-1,407	-1,433
기타	252	2,418	-344	-672	-672
투자활동현금흐름	-28,019	-19,669	-26,331	-13,030	-13,086
투자자산의 처분	-20,526	-9,357	5,569	-3,030	-3,086
유형자산의 처분	34	71	0	0	0
유형자산의 취득	-6,544	-10,636	-31,900	-10,000	-10,000
무형자산의 처분	-31	-67	0	0	0
기타	-951	319	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,841	8,111	14,774	-736	-733
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-559	10,208	22,330	7,000	7,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,282	-2,096	-7,918	-7,918	-7,918
기타	0	0	362	182	185
현금및현금성자산의순증가	-5,103	5,662	374	5,553	8,020
기초현금및현금성자산	7,115	2,012	7,674	8,049	13,602
기말현금및현금성자산	2,012	7,674	8,049	13,602	21,622
Gross Cash Flow	10,037	19,102	14,736	20,726	23,272
Op Free Cash Flow	17,227	2,656	-16,997	15,546	18,915

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	56,898	79,744	83,702	96,878	112,662
현금및현금성자산	2,012	7,674	8,049	13,602	21,622
유동금융자산	25,259	34,458	28,592	31,473	34,407
매출채권및유동채권	13,640	13,377	16,738	18,425	20,143
재고자산	15,987	24,234	30,323	33,379	36,490
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	51,057	59,846	89,555	95,773	101,726
장기매출채권및기타비유동채권	1,936	678	849	934	1,022
투자자산	1,341	1,515	1,880	2,089	2,302
유형자산	47,308	57,108	86,353	92,339	98,047
무형자산	472	545	472	410	355
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	107,955	139,590	173,257	192,651	214,388
유동부채	32,222	48,328	55,075	58,461	61,910
매입채무및기타유동채무	15,834	22,585	28,260	31,107	34,007
단기차입금	15,825	17,886	17,886	17,886	17,886
유동성장기차입금	55	3,573	3,573	3,573	3,573
기타유동부채	508	4,284	5,356	5,895	6,444
비유동부채	21,835	27,347	50,106	57,322	64,542
장기매입채무및비유동채무	236	270	338	372	407
사채및장기차입금	20,073	25,636	47,966	54,966	61,966
기타비유동부채	1,526	1,440	1,802	1,984	2,169
부채총계	54,056	75,674	105,181	115,783	126,452
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	51,613	60,406	71,474
기타자본	9,761	9,755	9,755	9,755	9,755
지배주주지분자본총계	53,899	63,916	68,075	76,868	87,936
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	53,899	63,916	68,075	76,868	87,936
순차입금	8,681	4,962	32,784	31,350	27,396
총차입금	35,952	47,095	69,425	76,425	83,425

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,414	10,337	10,357	14,331	16,282
BPS	46,224	54,814	58,381	65,922	75,414
주당EBITDA	9,355	16,326	15,186	23,115	26,026
CFPS	7,757	12,796	12,696	17,827	20,010
DPS	2,400	6,200	6,800	6,800	6,800
주가배수(배)					
PER	14.7	8.2	12.6	9.1	8.0
PBR	1.7	1.5	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	9.2	5.4	10.4	6.8	5.9
PCFR	10.2	6.6	10.2	7.3	6.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.6	9.9	7.3	10.2	10.6
영업이익률(핵심)	4.6	9.9	7.3	10.2	10.6
EBITDA margin	6.1	11.7	8.7	12.0	12.3
순이익률	3.5	7.4	5.9	7.4	7.7
자기자본이익률(ROE)	12.3	20.5	18.3	23.1	23.0
투자자본이익률(ROIC)	9.4	18.8	17.7	21.9	23.3
안정성(%)					
부채비율	100.3	118.4	154.5	150.6	143.8
순차입금비율	16.1	7.8	48.2	40.8	31.2
이자보상배율(배)	22.8	28.7	38.7	26.0	26.9
활동성(배)					
매출채권회전율	10.2	12.1	13.6	12.8	12.7
재고자산회전율	8.9	8.1	7.5	7.1	7.0
매입채무회전율	11.2	8.5	8.0	7.6	7.5

## Compliance Notice

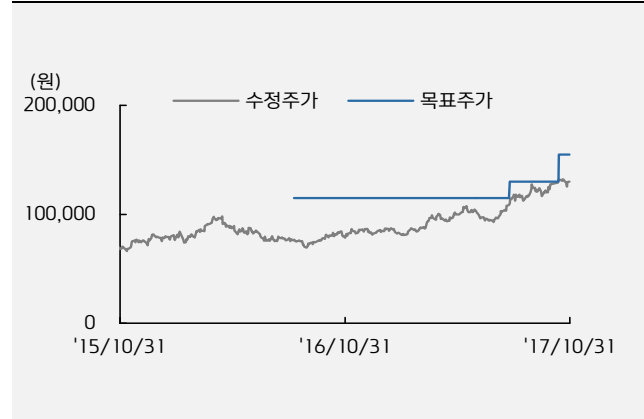
- 당사는 10월 30일 현재 'S-Oil' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표가 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		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자 의견 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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%