



BUY(Maintain)

목표주가: 155,000원

주가(1/29): 123,500원

시가총액: 143,142억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/29)		2,598.19pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	132,000원	80,900원
등락률	-6.44%	52.66%
수익률	절대	상대
	1W	5.6% 0.2%
	6M	8.3% 0.1%
	1Y	48.8% 19.3%

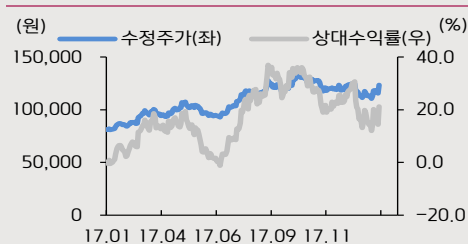
Company Data

발행주식수	116,605천주
일평균 거래량(3M)	295천주
외국인 지분율	74.94%
배당수익률(17E)	5.81%
BPS(17E)	59,268원
주요 주주	Aramco Overseas 63.46%
	국민연금관리공단 6.07%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	163,218	208,914	242,258	265,629
보고영업이익	16,169	14,626	19,700	23,634
핵심영업이익	16,169	14,626	19,700	23,634
EBITDA	19,036	17,353	23,457	28,098
세전이익	15,751	17,341	19,031	22,852
순이익	12,054	13,111	14,845	17,824
지배주주지분순이익	12,054	13,111	14,845	17,824
EPS(원)	10,337	11,244	12,731	15,286
증감률(%YoY)	90.9	8.8	13.2	20.1
PER(배)	8.2	10.4	9.2	7.7
PBR(배)	1.5	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	5.4	9.3	7.3	5.8
보고영업이익률(%)	9.9	7.0	8.1	8.9
핵심영업이익률(%)	9.9	7.0	8.1	8.9
ROE(%)	20.5	19.7	20.5	22.0
순부채비율()	7.8	36.4	47.2	32.7

Price Trend



실적 Review

S-Oil (010950)

올해 2분기 이후 실적 개선 전망



S-Oil의 작년 4분기 영업이익은 4,586억원으로 시장 기대치에 부합하였습니다. 영업 단의 부정적인 환율 효과, 미국/중국 등 글로벌 정제설비 가동률 상승에도 불구하고, 유가 상승에 따른 재고평가이익 발생 및 정유사업부문 계절적 성수기 효과에 기인합니다. 한편 동사의 RUC/ODC 프로젝트는 작년 4분기 말 현재 94.0%의 프로젝트 진행률을 기록하고 있는 것으로 보입니다.

>>> 작년 4분기 영업이익, 시장 기대치 부합

S-Oil의 작년 4분기 실적은 매출액 5조8,144억원(YoY +27.6%, QoQ +11.6%), 영업이익 4,586억원(YoY +24.6%, QoQ -17.1%)을 기록하며 시장 기대치(영업이익 4,655억원)에 부합하였다. 수출주에 부정적인 환율 효과(-900억원) 및 허리케인 이후 복귀한 미국 정제설비의 재가동에도 불구하고, 유가 상승에 따른 정유/화학/유탄유 등 전 사업부문의 재고평가이익(+950억원)이 발생하였기 때문이다.

정유부문 영업이익은 3,323억원으로 전 분기 대비 1.2% 감소하였다. 계절적 성수기에 따른 견조한 수요 증가 및 재고평가이익(+750억원) 발생에도 불구하고, 1) 하비 이후 미국 정제설비의 재가동이 이어졌고, 2) 수출주에 비우호적인 환율 환경이 지속되었으며, 3) 중국 Teapot 및 국영 정유사의 석유제품 수출 물량 증가로 인한 경쟁 심화 등에 기인한다.

석유화학부문 영업이익은 385억원으로 전 분기 대비 57.5% 감소하였다. 중국의 환경 규제 이슈로 PX/PP 시장의 호조세가 지속되었으나, 1) 중국 대형 TPA 설비(Sangfang, Hanbang, Yizheng, Tongkun 등)의 섀다운 확대로 국내 PX의 수요가 감소한 가운데, 세계 정제설비의 가동 확대로 전반적인 PX 공급도 증가하였기 때문이다.

유탄유부문 영업이익은 878억원으로 전 분기 대비 30.5% 감소하였다. 고품질제품에 대한 수요는 지속되었지만, 비수기 및 부정적 원재료 투입 시차 효과가 발생하였기 때문이다.

>>> 올해 2분기 이후 실적 개선 전망

올해 1분기 영업이익은 전 분기 재고평가이익 제거, OSP 상승에 따른 정제마진 하락 및 중국 석유수출 쿼터 증가(1Q18 2,000만톤, YoY +54%)로 전 분기 대비 감익이 전망된다. 하지만 올해 2분기부터 연말까지 이익 회복세가 예상된다. 1) 중국 GDP 개선 및 인도 인프라 투자 확대에 올해도 전반적인 석유제품 수요 확대가 예상되고, 2) 올해 4월에 세계 정제설비 정기보수 물량이 올해 상반기 중 최고치를 기록할 것으로 예상되며, 3) 3분기부터 RUC/ODC 가동에 따른 판매 물량 증가 및 제품믹스 개선 효과가 발생하기 때문이다.

실적 발표 Q&A

1. 재고관련 손익 Break Down

-4분기 총 950억원이며 정유 750억원, 화학, 윤활기유 각 100억원

2. 사우디 OSP 전망

-최근 상승 했으나 동절기 효과로 생각하며, 미국 셰일가스 영향도 있어 지금보다는 하향할 것으로 전망하고 있음.

3. 윤활기유 증설 추이 및 전망

-17년 일부 증설 지연으로 인해 5,700 B/D 증설된 것으로 추정. 18년에는 작년보다는 증가될 것으로 예상하고 있음(약 11,000 B/D).

-최근 고부가 제품 위주로 시장이 형성되고 있어 새로운 경쟁자의 시장 참여가 어려운 상황으로 스프레드 유지는 가능할 것으로 보임.

4. PX 전망

-증설 물량보다는 수요 개선이 큰 폭으로 이루어 질 것으로 전망

5. 정유 제품 전망

-디젤의 경우는 날씨가 추운 영향으로 동절기 수요 좋은 상황. 글로벌 경제 회복으로 작년보다 스프레드 좋을 것. 재고 수준도 낮게 유지되고 있음.

-Fuel Oil의 경우는 가동률이 많이 올라 공급 부담에 따른 하락. 또한 유가 상승에 따른 수요 및 일부 발전 연료가 가스로 대체된 영향

-상기와 같은 디젤 강세, Fuel Oil 약세는 향후 RUC/ODC 완공을 앞둔 동사에 유리한 시황이라고 판단하고 있음.

6. PX 가동 설비

-3분기 대비 4분기 약세 원인은 전반적인 가동률 상승으로 인해 PX 공급량이 늘었음.

-또한, 전년도에는 TPA 정기보수 영향이 있었음.

7. 중국 정제 가동률

-연말에는 80% 정도로 높았음. Teapot 또한 65% 정도로 가동률 올라왔고 대규모 정제시설도 가동률이 높았음. 반면에 견조한 수요로 인해 역내 정제 마진은 높은 수준으로 유지되었음.

-이미 Teapot 정제설비의 가동률은 최고 수준이라고 생각하고 있으며 향후 상승은 제한될 것임.

8. RUC/ODC 제품 판매 계획

- 4월 중 기계적 완공 예상. 하반기에는 상업 가동 전망
- PP의 경우 내수 거래처 상당부분 확보했으며 글로벌 잠재 수요처를 확인하였음.
- PO의 경우 울산에 대부분 물량의 거래 기반을 확보한 상황

9. RUC/ODC Full 가동 시점 및 Feed stock

- 테스트 가동 이후 약 6개월 정도 소요되는 것이 일반적이나 회사의 노하우를 살려 단축될 수 있음.
- CDU는 Feed stock 변함없고 CFU는 아라비안 라이트와 컨덴세이트를 사용했으나 아라비안 라이트 위주가 될 것임.

10. 성과급 반영에 따른 영업이익 영향

- 전년도에 비해 소폭 증가 추정

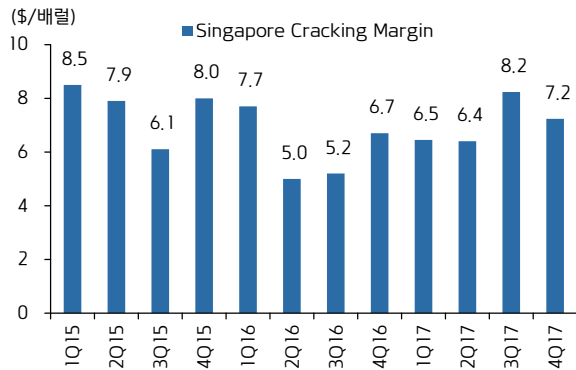
11. 1분기 실적 전망

- OSP 측면에서는 4분기 보다 90센트 정도 상승한 상황
- 사업부문별 펀더멘탈은 괜찮을 것. 정제마진의 경우 견조하게 유지되고 있으며 대부분의 석유화학 제품 스프레드가 좋아지고 있는 상황
- 원화의 추가적 하락은 없을 것으로 영업이익에 대한 영향도 줄어든 것으로 판단

12. 배당 정책

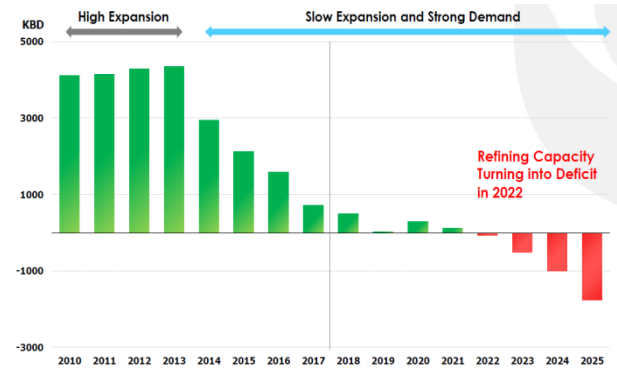
- 주주가치 최대화를 위해 노력할 것임.
- 기존 당기순이익 기준 40-60% 배당을 해왔고 전년도 배당과 같은 고배당 정책을 유지할 것임.

싱가폴 크래킹 마진 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아/중동 잉여 정제설비 생산능력 추이



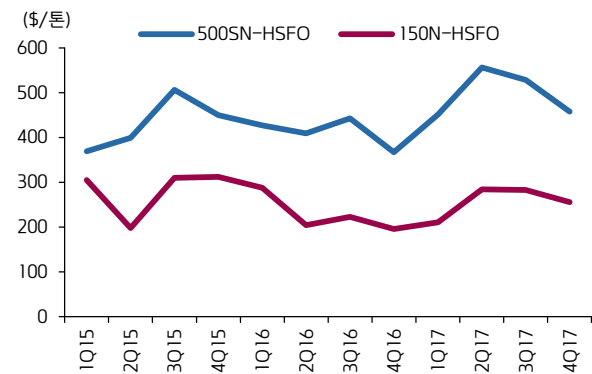
자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 TPA 플랜트 가동 현황

플랜트	생산능력(천톤)	위치	비고
Sanfangxiang	2,400	Jiangyin	10~11 월 중 한달간 정기보수
Hanbang	700	Jiangyin	10 월 재가동
Yizheng CF	650	Jiangsu	10 월 한달간 정기보수
OPTC	750	Shanghai	11 월 2 주 정기보수
Tianjin PC	340	Tianjin	11 월 2 주 정기보수
Reignwood	1,400	Shaoxing	11 월 중순 재가동
Tongkun2#	2,200	Jiaxing	11 월 1 일 신규 가동
Tongkun1#	1,500	Jiaxing	12 월 2 주 정기보수
Xianglu	1,500	Xiamen	11 월 중순 재가동

자료: 업계, 키움증권 리서치

유탄기유 스프레드 추이



자료: S-Oil, 업계, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017P	2018E
매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,695	5,628	6,387	6,516	17,890	16,322	20,891	24,226
정유	4,044	3,699	4,107	4,562	4,576	4,499	5,049	5,049	14,054	12,464	16,412	19,175
석유화학	771	561	700	532	532	532	532	532	2,496	2,544	2,864	3,286
유탄기유	385	406	405	378	378	378	378	378	1,340	1,314	1,615	1,765
영업이익	333	117	553	459	365	593	405	607	818	1,617	1,463	1,970
%OP	6.4	2.5	10.6	7.9	6.4	10.5	6.3	9.3	4.6%	9.9%	7.0	8.1
정유	100	-85	336	332	177	404	184	305	278	759	684	1,070
석유화학	140	73	91	39	80	79	135	209	287	517	341	503
유탄기유	84	129	126	88	107	110	87	94	316	418	428	398

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	178,903	163,218	208,914	242,258	265,629
매출원가	164,388	140,209	186,511	212,238	229,245
매출총이익	14,515	23,010	22,403	30,020	36,384
판매비및일반관리비	6,339	6,841	7,778	10,320	12,750
영업이익(보고)	8,176	16,169	14,626	19,700	23,634
영업이익(핵심)	8,176	16,169	14,626	19,700	23,634
영업외손익	-49	-418	2,716	-669	-782
이자수익	350	545	0	506	567
배당금수익	0	8	0	0	0
외환이익	3,878	4,349	1,580	4,349	4,436
이자비용	358	563	0	873	962
외환손실	5,165	5,021	0	5,021	5,121
관계기업지분법손익	98	66	52	51	51
투자및기타자산처분손익	-11	-17	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	550	-319	819	113	21
기타	610	534	265	206	226
법인세차감전이익	8,127	15,751	17,341	19,031	22,852
법인세비용	1,814	3,697	4,230	4,187	5,027
유효법인세율 (%)	22.3%	23.5%	24.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	6,313	12,054	13,111	14,845	17,824
지배주주지분순이익(억원)	6,313	12,054	13,111	14,845	17,824
EBITDA	10,908	19,036	17,353	23,457	28,098
현금순이익(Cash Earnings)	9,045	14,921	15,838	18,602	22,288
수정당기순이익	5,895	12,311	12,292	14,731	17,803
증감율(% YoY)					
매출액	-37.4	-8.8	28.0	16.0	9.6
영업이익(보고)	N/A	97.8	-9.5	34.7	20.0
영업이익(핵심)	N/A	97.8	-9.5	34.7	20.0
EBITDA	2,081.6	74.5	-8.8	35.2	19.8
지배주주지분 당기순이익	N/A	90.9	8.8	13.2	20.1
EPS	N/A	90.9	8.8	13.2	20.1
수정순이익	N/A	108.8	-0.2	19.8	20.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	24,756	17,220	12,652	16,270	20,639
당기순이익	6,313	12,054	13,111	14,845	17,824
감가상각비	2,642	2,784	2,655	3,694	4,410
무형자산상각비	90	83	72	63	54
외환손익	106	988	-1,580	672	686
자산처분손익	731	841	0	0	0
지분법손익	-98	-66	-52	-51	-51
영업활동자산부채 증감	14,719	-1,882	-3,126	-2,281	-1,598
기타	252	2,418	1,572	-672	-686
투자활동현금흐름	-28,019	-19,669	-20,144	-23,996	-8,441
투자자산의 처분	-20,526	-9,357	4,879	-4,910	-3,441
유형자산의 처분	34	71	0	0	0
유형자산의 취득	-6,544	-10,636	-25,023	-19,086	-5,000
무형자산의 처분	-31	-67	0	0	0
기타	-951	319	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,841	8,111	10,002	5,737	-4,211
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-559	10,208	17,516	13,360	3,500
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,282	-2,096	-7,918	-7,918	-7,918
기타	0	0	403	294	206
현금및현금성자산의순증가	-5,103	5,662	2,510	-1,989	7,987
기초현금및현금성자산	7,115	2,012	7,674	10,184	8,195
기말현금및현금성자산	2,012	7,674	10,184	8,195	16,182
Gross Cash Flow	10,037	19,102	15,778	18,551	22,237
Op Free Cash Flow	17,227	2,656	-10,796	2,091	21,500

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	56,898	79,744	87,574	97,937	114,581
현금및현금성자산	2,012	7,674	10,184	8,195	16,182
유동금융자산	25,259	34,458	29,248	33,916	37,188
매출채권및유동채권	13,640	13,377	17,123	19,855	21,771
재고자산	15,987	24,234	31,019	35,970	39,440
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	51,057	59,846	82,723	98,483	99,337
장기매출채권및기타비유동채권	1,936	678	868	1,007	1,104
투자자산	1,341	1,515	1,906	2,199	2,419
유형자산	47,308	57,108	79,476	94,868	95,458
무형자산	472	545	472	410	355
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	107,955	139,590	170,297	196,420	213,918
유동부채	32,222	48,328	55,846	61,332	65,178
매입채무및기타유동채무	15,834	22,585	28,909	33,523	36,757
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	5,479	6,351	6,963
비유동부채	21,835	27,347	45,342	59,051	62,796
장기매입채무및비유동채무	236	270	346	401	440
사채및장기차입금	20,073	25,636	43,152	56,512	60,012
기타비유동부채	1,526	1,440	1,844	2,138	2,344
부채총계	54,056	75,674	101,188	120,384	127,975
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	52,648	59,575	69,481
기타자본	9,761	9,755	9,755	9,755	9,755
지배주주지분자본총계	53,899	63,916	69,109	76,036	85,943
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	53,899	63,916	69,109	76,036	85,943
순차입금	8,681	4,962	25,179	35,860	28,101
총차입금	35,952	47,095	64,611	77,971	81,471

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,414	10,337	11,244	12,731	15,286
BPS	46,224	54,814	59,268	65,209	73,705
주당EBITDA	9,355	16,326	14,882	20,117	24,097
CFPS	7,757	12,796	13,583	15,953	19,115
DPS	2,400	6,200	6,800	6,800	6,800
주가배수(배)					
PER	14.7	8.2	10.4	9.2	7.7
PBR	1.7	1.5	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.2	5.4	9.3	7.3	5.8
PCFR	10.2	6.6	8.6	7.3	6.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.6	9.9	7.0	8.1	8.9
영업이익률(핵심)	4.6	9.9	7.0	8.1	8.9
EBITDA margin	6.1	11.7	8.3	9.7	10.6
순이익률	3.5	7.4	6.3	6.1	6.7
자기자본이익률(ROE)	12.3	20.5	19.7	20.5	22.0
투자자본이익률(ROIC)	9.4	18.8	17.9	19.1	20.9
안정성(%)					
부채비율	100.3	118.4	146.4	158.3	148.9
순차입금비율	16.1	7.8	36.4	47.2	32.7
이자보상배율(배)	22.8	28.7	N/A	22.6	24.6
활동성(배)					
매출채권회전율	10.2	12.1	13.7	13.1	12.8
재고자산회전율	8.9	8.1	7.6	7.2	7.0
매입채무회전율	11.2	8.5	8.1	7.8	7.6

Compliance Notice

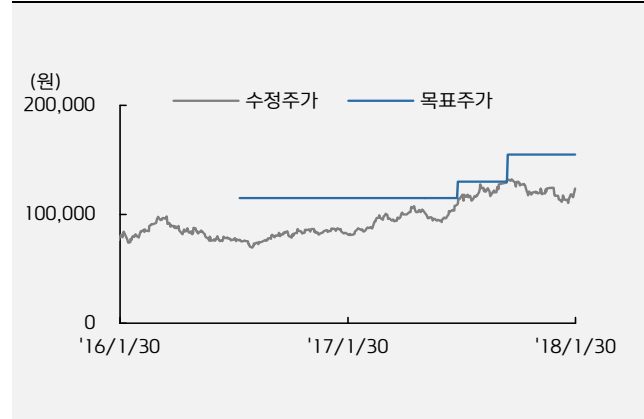
- 당사는 1월 29일 현재 'S-Oil' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	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		

*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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%