



BUY(Maintain)

목표주가: 155,000원

주가(4/25): 110,000원

시가총액: 127,626억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

| KOSPI (4/25) | 2,448.81pt | |
|--------------|------------|---------|
| 52 주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| 최고/최저가 대비 | 132,000원 | 92,900원 |
| 등락률 | -16.67% | 18.41% |
| 수익률 | 절대 | 상대 |
| 1W | -6.0% | -7.2% |
| 6M | -14.7% | -13.2% |
| 1Y | 10.1% | -1.2% |

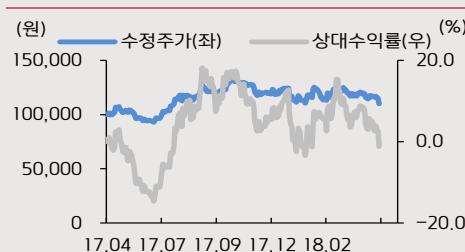
Company Data

| | |
|-------------|-----------------------------|
| 발행주식수 | 116,605천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 244천주 |
| 외국인 지분율 | 74.95% |
| 배당수익률(18E) | 5.36% |
| BPS(18E) | 63,936원 |
| 주요 주주 | Aramco Overseas 국민연금관리공단 |
| | 63.46% 6.07% |

투자지표

| (억원, IFRS 연결) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 163,218 | 208,914 | 223,226 | 238,323 |
| 보고영업이익 | 16,169 | 13,733 | 15,855 | 19,053 |
| 핵심영업이익 | 16,169 | 13,733 | 15,855 | 19,053 |
| EBITDA | 19,036 | 16,674 | 18,685 | 22,436 |
| 세전이익 | 15,751 | 16,449 | 16,825 | 20,455 |
| 순이익 | 12,054 | 12,465 | 12,996 | 15,955 |
| 자체주주지분순이익 | 12,054 | 12,465 | 12,996 | 15,955 |
| EPS(원) | 10,337 | 10,690 | 11,145 | 13,683 |
| 증감률(%YoY) | 90.9 | 3.4 | 4.3 | 22.8 |
| PER(배) | 8.2 | 10.9 | 9.9 | 8.0 |
| PBR(배) | 1.5 | 2.0 | 1.7 | 1.5 |
| EV/EBITDA(배) | 5.4 | 9.7 | 8.8 | 7.1 |
| 보고영업이익률(%) | 9.9 | 6.6 | 7.1 | 8.0 |
| 핵심영업이익률(%) | 9.9 | 6.6 | 7.1 | 8.0 |
| ROE(%) | 20.5 | 18.8 | 18.2 | 20.2 |
| 순부채비율(%) | 7.8 | 38.3 | 50.1 | 37.0 |

Price Trend



실적 Review

S-Oil (010950)

주요 설비 정기보수로 기회 비용 발생



S-Oil의 올해 1분기 영업이익은 2,555억원으로 시장 기대치를 하회하였습니다. 전 분기 인식되었던 재고평가이익의 제거 및 주요 설비 정기보수 진행에 따른 기회 비용 발생에 기인합니다. 한편 동사의 신규 성장동력인 RUC/ODC 프로젝트는 올해 3월 현재 98.9%의 프로젝트 진행률을 기록하고 있는 것으로 보입니다. 동사는 HS FCC, PP, PO 등을 순차적으로 가동률 올리는 작업을 할 것으로 예상됩니다.

>>> 올해 1분기 영업이익, 시장 기대치 하회

S-Oil의 올해 1분기 실적은 매출액 5조4,109억원(YoY +4.1%, QoQ -6.9%), 영업이익 2,555억원(YoY -23.4%, QoQ -30.8%)을 기록하며 시장 기대치(영업이익 3,937억원)를 하회하였다. 주요 정유/화학 플랜트의 정기보수 진행 및 재고 관리에 따른 전 분기 판매량 증가로 올해 1분기 전체 판매량이 전 분기 대비 10.4% 감소하였기 때문이다.

정유부문 영업이익은 904억원으로 전 분기 대비 66.0% 감소하였다. 등/경유 수요 강세로 전반적인 정제마진이 강세를 보였지만, 1) 수출주에 부정적인 환율 효과(-124억원)가 존재하였고, 2) No.2 CDU, HYC FH 정기보수에 따른 기회 비용이 발생하였으며, 3) 전 분기 대비 재고평가이익이 크게 감소하였기 때문이다.

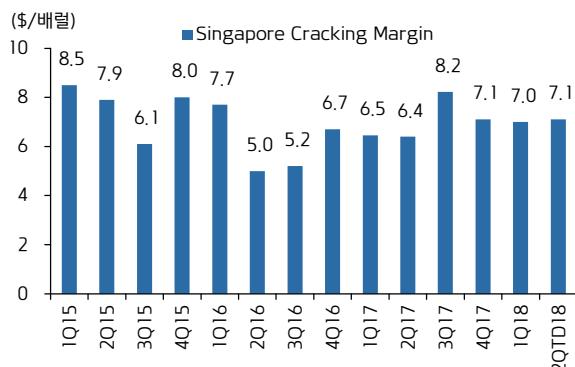
석유화학부문 영업이익은 810억원으로 전 분기 대비 253.7% 증가하였다. No.1 PX 플랜트의 정기보수가 3월 초부터 5월 중까지 진행될 예정이지만, 1) 중국 폴리에스터 수요 확대에 따른 TPA 업황 호조로 PX 스프레드가 전 분기 대비 20% 이상 상승하였고, 2) CTO/MTO 경제성 악화 및 중국의 폐플라스틱 수입 금지 영향으로 프로필렌이 수급 타이트 현상을 지속하였기 때문이다.

윤활기유부문 영업이익은 841억원으로 전 분기 대비 4.6% 증가하였다. 정유 부문의 하이드로크래커 정기보수로 전반적인 윤활기유 플랜트 가동률이 전 분기 대비 축소되었지만, 1) 긍정적인 Lagging 효과 발생하였고, 2) 고품질 윤활기유 수요가 견조하게 유지되었기 때문이다.

>>> 올해 2분기 이후 실적 개선 전망

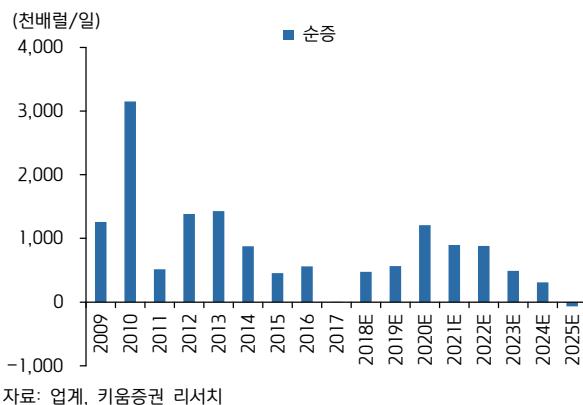
올해 1분기 영업이익은 전 분기 재고평가이익 제거, 주요 플랜트 정기보수 진행에 따른 기회 비용 발생으로 시장 기대치를 하회하였다. 하지만 올해 2분기 부터 연말까지 이익 회복세가 예상된다. 1) 중국 GDP 개선 및 인도 인프라 투자 확대로 올해도 전반적인 석유제품 수요 증가가 예상되고, 2) 올해 4월에 세계 정제설비 정기보수 물량이 올해 상반기 중 최고치를 기록할 것으로 예상되며, 3) 3분기부터 RUC/ODC 플랜트의 순차적 가동에 따른 판매 물량 증가 및 제품믹스 개선 효과가 발생하기 때문이다.

싱가폴 크래킹 마진 추이



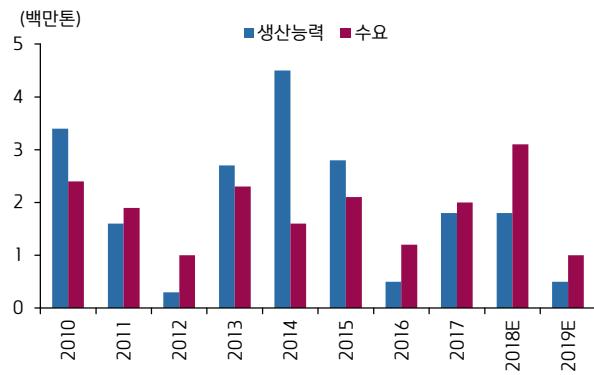
자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아태평양/중동 CDU 순증 추이



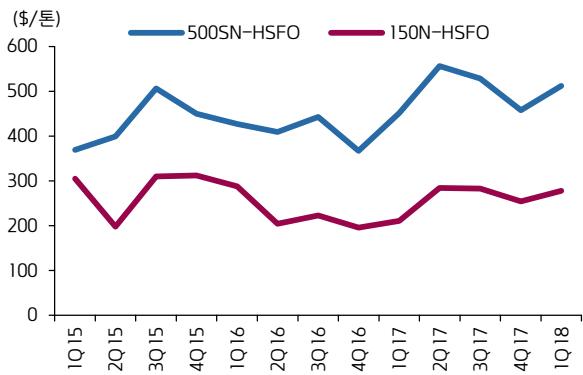
자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아태평양/중동 PX 순증 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

윤활기유 스프레드 추이



자료: S-Oil, 업계, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

| (단위: 십억원) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 5,200 | 4,665 | 5,212 | 5,814 | 5,411 | 5,412 | 5,687 | 5,813 | 17,890 | 16,322 | 20,891 | 22,323 |
| 정유 | 4,044 | 3,699 | 4,107 | 4,562 | 4,341 | 4,334 | 4,600 | 4,553 | 14,054 | 12,464 | 16,412 | 17,828 |
| 석유화학 | 771 | 561 | 700 | 532 | 532 | 532 | 532 | 532 | 2,496 | 2,544 | 2,864 | 2,868 |
| 윤활기유 | 385 | 406 | 405 | 378 | 378 | 378 | 378 | 378 | 1,340 | 1,314 | 1,615 | 1,627 |
| 영업이익 | 333 | 117 | 553 | 369 | 256 | 427 | 385 | 518 | 818 | 1,617 | 1,373 | 1,586 |
| %OP | 6.4 | 2.5 | 10.6 | 6.4 | 4.7 | 7.9 | 6.8 | 8.9 | 4.6% | 9.9% | 6.6 | 7.1 |
| 정유 | 100 | -85 | 336 | 266 | 90 | 213 | 167 | 267 | 278 | 759 | 627 | 737 |
| 석유화학 | 140 | 73 | 91 | 23 | 81 | 105 | 113 | 149 | 287 | 517 | 326 | 448 |
| 윤활기유 | 84 | 129 | 126 | 80 | 84 | 109 | 105 | 102 | 316 | 418 | 420 | 400 |

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 178,903 | 163,218 | 208,914 | 223,226 | 238,323 |
| 매출원가 | 164,388 | 140,209 | 187,831 | 197,871 | 207,831 |
| 매출총이익 | 14,515 | 23,010 | 21,082 | 25,355 | 30,493 |
| 판매비 및 일반관리비 | 6,339 | 6,841 | 7,350 | 9,499 | 11,440 |
| 영업이익(보고) | 8,176 | 16,169 | 13,733 | 15,855 | 19,053 |
| 영업이익(핵심) | 8,176 | 16,169 | 13,733 | 15,855 | 19,053 |
| 영업외손익 | -49 | -418 | 2,716 | 970 | 1,402 |
| 이자수익 | 350 | 545 | 524 | 297 | 317 |
| 배당금수익 | 0 | 8 | 12 | 50 | 53 |
| 외환이익 | 3,878 | 4,349 | 5,687 | 5,687 | 5,801 |
| 이자비용 | 358 | 563 | 583 | 680 | 767 |
| 외환손실 | 5,165 | 5,021 | 3,271 | 3,271 | 3,337 |
| 관계기업지분법손익 | 98 | 66 | 51 | 50 | 50 |
| 투자및기타자산처분손익 | -11 | -17 | -6 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 550 | -319 | 349 | -564 | -715 |
| 기타 | 610 | 534 | -48 | -598 | 0 |
| 법인세차감전이익 | 8,127 | 15,751 | 16,449 | 16,825 | 20,455 |
| 법인세비용 | 1,814 | 3,697 | 3,984 | 3,829 | 4,500 |
| 유효법인세율 (%) | 22.3% | 23.5% | 24.2% | 22.8% | 22.0% |
| 당기순이익 | 6,313 | 12,054 | 12,465 | 12,996 | 15,955 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 6,313 | 12,054 | 12,465 | 12,996 | 15,955 |
| EBITDA | 10,908 | 19,036 | 16,674 | 18,685 | 22,436 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 9,045 | 14,921 | 15,407 | 15,825 | 19,338 |
| 수정당기순이익 | 5,895 | 12,311 | 12,205 | 13,560 | 16,670 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | -37.4 | -8.8 | 28.0 | 6.9 | 6.8 |
| 영업이익(보고) | N/A | 97.8 | -15.1 | 15.5 | 20.2 |
| 영업이익(핵심) | N/A | 97.8 | -15.1 | 15.5 | 20.2 |
| EBITDA | 2,081.6 | 74.5 | -12.4 | 12.1 | 20.1 |
| 지배주주지분 당기순이익 | N/A | 90.9 | 3.4 | 4.3 | 22.8 |
| EPS | N/A | 90.9 | 3.4 | 4.3 | 22.8 |
| 수정순이익 | N/A | 108.8 | -0.9 | 11.1 | 22.9 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 24,756 | 17,220 | 11,433 | 14,807 | 18,230 |
| 당기순이익 | 6,313 | 12,054 | 12,465 | 12,996 | 15,955 |
| 감가상각비 | 2,642 | 2,784 | 2,854 | 2,755 | 3,320 |
| 무형자산상각비 | 90 | 83 | 88 | 74 | 63 |
| 외환손익 | 106 | 988 | -803 | -2,416 | -2,464 |
| 자산처분손익 | 731 | 841 | 246 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | -98 | -66 | -51 | -50 | -50 |
| 영업활동자산부채 증감 | 14,719 | -1,882 | -2,363 | -956 | -1,009 |
| 기타 | 252 | 2,418 | -1,002 | 2,404 | 2,415 |
| 투자활동현금흐름 | -28,019 | -19,669 | -8,322 | -20,388 | -6,373 |
| 투자자산의 처분 | -20,526 | -9,357 | 16,022 | -1,302 | -1,373 |
| 유형자산의 처분 | 34 | 71 | 26 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -6,544 | -10,636 | -24,141 | -19,086 | -5,000 |
| 무형자산의 처분 | -31 | -67 | -13 | 0 | 0 |
| 기타 | -951 | 319 | -216 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | -1,841 | 8,111 | -5,983 | 6,623 | -3,230 |
| 단기차입금의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금의 증가 | -559 | 10,208 | 2,051 | 13,360 | 3,500 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -1,282 | -2,096 | -8,034 | -6,870 | -6,870 |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 133 | 140 |
| 현금및현금성자산의순증가 | -5,103 | 5,662 | -2,874 | 1,042 | 8,626 |
| 기초현금및현금성자산 | 7,115 | 2,012 | 7,674 | 4,801 | 5,843 |
| 기말현금및현금성자산 | 2,012 | 7,674 | 4,801 | 5,843 | 14,469 |
| Gross Cash Flow | 10,037 | 19,102 | 13,796 | 15,763 | 19,238 |
| Op Free Cash Flow | 17,227 | 2,656 | -13,169 | -1,357 | 16,427 |

재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 56,898 | 79,744 | 67,748 | 73,103 | 86,279 |
| 현금및현금성자산 | 2,012 | 7,674 | 4,801 | 5,843 | 14,469 |
| 유동금융자산 | 25,259 | 34,458 | 17,424 | 18,617 | 19,876 |
| 매출채권및유동채권 | 13,640 | 13,377 | 17,617 | 18,824 | 20,097 |
| 재고자산 | 15,987 | 24,234 | 27,907 | 29,819 | 31,836 |
| 기타유동비금융자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 51,057 | 59,846 | 83,126 | 99,586 | 101,452 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 1,936 | 678 | 483 | 516 | 551 |
| 투자자산 | 1,341 | 1,515 | 1,904 | 2,074 | 2,288 |
| 유형자산 | 47,308 | 57,108 | 79,687 | 96,018 | 97,698 |
| 무형자산 | 472 | 545 | 1,052 | 977 | 914 |
| 기타비유동자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 107,955 | 139,590 | 150,875 | 172,689 | 187,731 |
| 유동부채 | 32,222 | 48,328 | 45,444 | 47,618 | 49,911 |
| 매입채무및기타유동채무 | 15,834 | 22,585 | 28,834 | 30,809 | 32,893 |
| 단기차입금 | 15,825 | 17,886 | 13,554 | 13,554 | 13,554 |
| 유동성장기차입금 | 55 | 3,573 | 142 | 142 | 142 |
| 기타유동부채 | 508 | 4,284 | 2,915 | 3,114 | 3,323 |
| 비유동부채 | 21,835 | 27,347 | 37,004 | 50,519 | 54,182 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 236 | 270 | 322 | 344 | 367 |
| 사채및장기차입금 | 20,073 | 25,636 | 34,747 | 48,107 | 51,607 |
| 기타비유동부채 | 1,526 | 1,440 | 1,935 | 2,068 | 2,208 |
| 부채총계 | 54,056 | 75,674 | 82,448 | 98,137 | 104,093 |
| 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 | 58,107 | 67,193 |
| 기타자본 | 9,761 | 9,755 | 9,738 | 9,738 | 9,738 |
| 지배주주지분자본총계 | 53,899 | 63,916 | 68,426 | 74,552 | 83,637 |
| 비자매주주지분자본총계 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 53,899 | 63,916 | 68,426 | 74,552 | 83,637 |
| 순차입금 | 8,681 | 4,962 | 26,218 | 37,342 | 30,956 |
| 총차입금 | 35,952 | 47,095 | 48,442 | 61,802 | 65,302 |

Compliance Notice

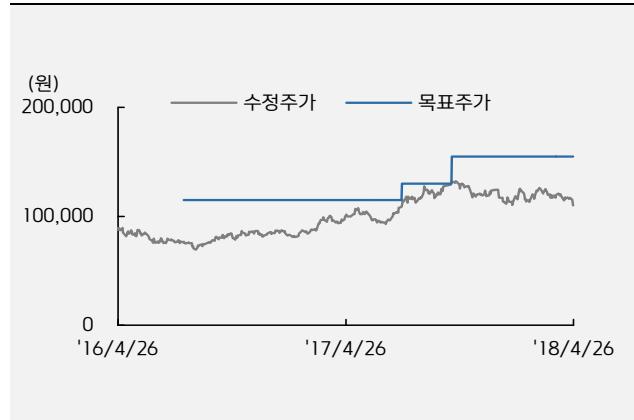
- 당사는 4월 25일 현재 'S-Oil' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상 시점 | | | 과리율(%) | |
|-------------------|------------|-----------------|----------|------------|-------|-------|--------|----|
| | | | | 평균 | 최고 | 주기대비 | 평균 | 최고 |
| 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 | -22.1 | -14.8 | | |
| | 2018/03/27 | Buy(Maintain) | 155,000원 | 6개월 | -22.3 | -14.8 | | |
| | 2018/04/26 | Buy(Maintain) | 155,000원 | 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 (2017/04/01~2018/03/31)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 158 | 95.18% |
| 중립 | 7 | 4.22% |
| 매도 | 1 | 0.60% |