



## 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%

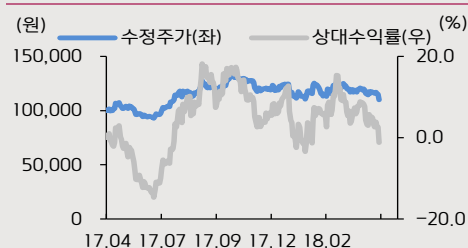
## Company Data

발행주식수	116,605천주
일평균 거래량(3M)	244천주
외국인 지분율	74.95%
배당수익률(18E)	5.36%
BPS(18E)	63,936원
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
지배주주지분순이익	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 가동을 올리는 작업을 할 것으로 예상됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 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.

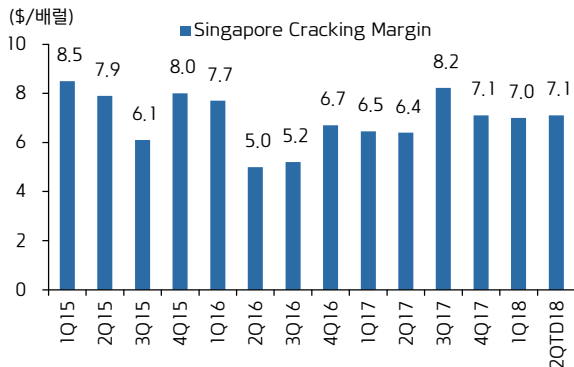
석유화학부문 영업이익은 810억원으로 전 분기 대비 253.7% 증가하였다. No.1 PX 플랜트의 정기보수가 3월 초부터 5월 중까지 진행될 예정이지만, 1) 중국 폴리에스터 수요 확대에 따른 TPA 업황 호조로 PX 스프레드가 전 분기 대비 20% 이상 상승하였고, 2) CTO/MTO 경제성 악화 및 중국의 폐플라스틱 수입 금지 영향으로 프로필렌이 수급 타이트 현상을 지속하였기 때문이다.

유탄기유부문 영업이익은 841억원으로 전 분기 대비 4.6% 증가하였다. 정유부문의 하이드로크래킹 정기보수로 전반적인 유탄기유 플랜트 가동률이 전 분기 대비 축소되었지만, 1) 긍정적인 Lagging 효과 발생하였고, 2) 고품질 유탄기유 수요가 견조하게 유지되었기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 2분기 이후 실적 개선 전망

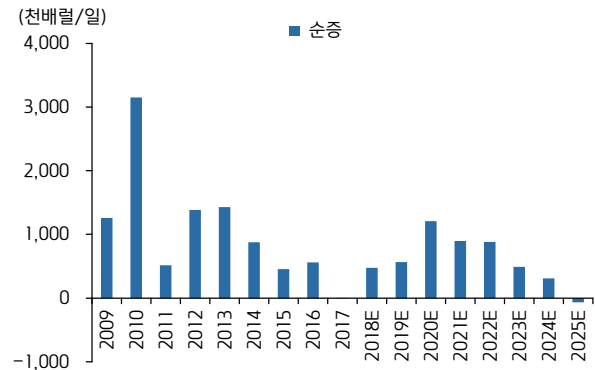
올해 1분기 영업이익은 전 분기 재고평가이익 제거, 주요 플랜트 정기보수 진행에 따른 기회 비용 발생으로 시장 기대치를 하회하였다. 하지만 올해 2분기부터 연말까지 이익 회복세가 예상된다. 1) 중국 GDP 개선 및 인도 인프라 투자 확대에 올해도 전반적인 석유제품 수요 증가가 예상되고, 2) 올해 4월에 세계 정제설비 정기보수 물량이 올해 상반기 중 최고치를 기록할 것으로 예상되며, 3) 3분기부터 RUC/ODC 플랜트의 순차적 가동에 따른 판매 물량 증가 및 제품믹스 개선 효과가 발생하기 때문이다.

## 싱가폴 크래킹 마진 추이



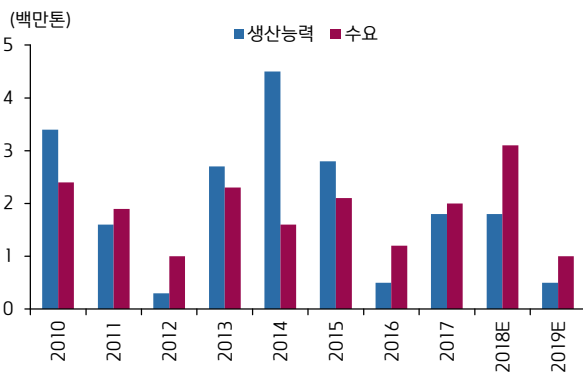
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 아시아태평양/중동 CDU 순증 추이



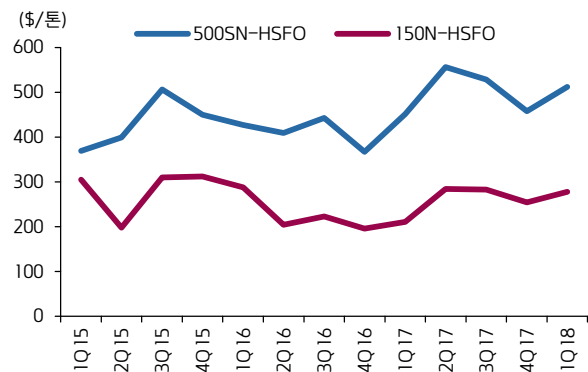
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 아시아태평양/중동 PX 순증 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 유탄기유 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
유탄기유	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
유탄기유	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
판매비및일반관리비	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
비지배주주지분자본총계	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

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,414	10,337	10,690	11,145	13,683
BPS	46,224	54,814	58,682	63,936	71,727
주당EBITDA	9,355	16,326	14,300	16,024	19,241
CFPS	7,757	12,796	13,213	13,572	16,584
DPS	2,400	6,200	5,900	5,900	5,900
주가배수(배)					
PER	14.7	8.2	10.9	9.9	8.0
PBR	1.7	1.5	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.2	5.4	9.7	8.8	7.1
PCFR	10.2	6.6	8.9	8.1	6.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.6	9.9	6.6	7.1	8.0
영업이익률(핵심)	4.6	9.9	6.6	7.1	8.0
EBITDA margin	6.1	11.7	8.0	8.4	9.4
순이익률	3.5	7.4	6.0	5.8	6.7
자기자본이익률(ROE)	12.3	20.5	18.8	18.2	20.2
투자자본이익률(ROIC)	9.4	18.8	12.8	15.4	16.9
안정성(%)					
부채비율	100.3	118.4	120.5	131.6	124.5
순차입금비율	16.1	7.8	38.3	50.1	37.0
이자보상배율(배)	22.8	28.7	23.6	23.3	24.8
활동성(배)					
매출채권회전율	10.2	12.1	13.5	12.3	12.2
재고자산회전율	8.9	8.1	8.0	7.7	7.7
매입채무회전율	11.2	8.5	8.1	7.5	7.5

## Compliance Notice

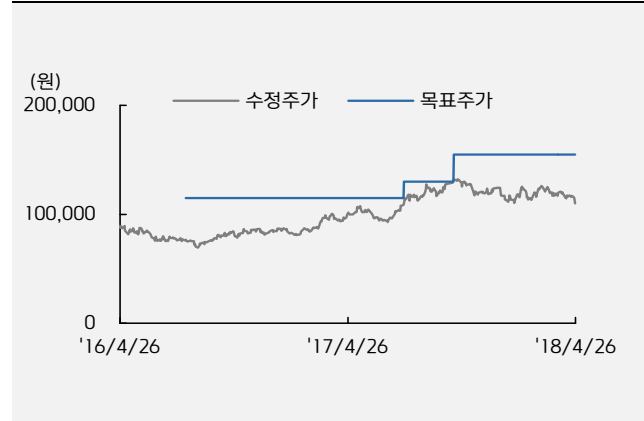
- 당사는 4월 25일 현재 'S-Oil' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 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	-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)



## 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 (2017/04/01~2018/03/31)

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