



## BUY(Maintain)

목표주가: 115,000원

주가(10/27): 79,900원

시가총액: 92,037억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (10/27)	2,024.12pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	98,100원	66,100원
등락률	-18.55%	20.88%
수익률	절대	상대
1W	2.2%	4.1%
6M	-9.6%	-10.0%
1Y	18.4%	19.6%

## Company Data

발행주식수	116,605천주
일평균 거래량(3M)	327천주
외국인 지분율	75.53%
배당수익률(16E)	3.00%
BPS(16E)	54,547원
주요 주주	Aramco Overseas 국민연금관리공단
	63.46% 5.02%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	178,903	161,165	203,540	209,342
보고영업이익	8,176	15,606	17,126	19,263
핵심영업이익	8,176	15,606	17,126	19,263
EBITDA	10,908	18,184	20,391	23,346
세전이익	8,127	15,567	15,345	17,120
순이익	6,313	11,801	11,608	12,952
자체주주지분순이익	6,313	11,801	11,608	12,952
EPS(원)	5.414	10,121	9,955	11,107
증감률(%YoY)	N/A	86.9	-1.6	11.6
PER(배)	14.7	7.9	8.0	7.2
PBR(배)	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	9.2	5.7	5.5	5.1
보고영업이익률(%)	4.6	9.7	8.4	9.2
핵심영업이익률(%)	4.6	9.7	8.4	9.2
ROE(%)	12.3	20.1	17.1	16.7
순부채비율(%)	16.1	16.9	29.1	31.8

## Price Trend



## S-Oil (010950)

## 3Q16 Review: 배당, 긍정적 가이던스 제시



S-Oil의 올해 3분기 영업이익은 1,162억원으로 시장기대치를 하회하였다. 비정유부문은 20~30%의 견고한 영업이익률을 지속하였지만, 정유부문이 계절적 비수기, 부정적 환율 효과, 재고평가이익 제거 등으로 적자전환하였기 때문이다. 다만 3분기를 바탕으로 정제마진은 반등하고 있으며, 4분기 중간유분의 계절적 성수기 수요 증가로 추가적인 마진 확대가 예상된다. 한편 동사는 이번 컨퍼런스콜에서 배당에 대한 긍정적 가이던스를 제시하는 등 배당주로서의 매력을 여전히 유지되고 있다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기 실적, 시장기대치 미달

S-Oil의 올해 3분기 실적은 매출액 4조 1,379억원(YoY -6.5%, QoQ -1.4%), 영업이익 1,162억원(YoY +620.1%, QoQ -81.9%)을 기록하였다. 특히 영업이익은 시장기대치(2,763억원)를 크게 미달하였다. 이는 화학/윤활기유 등 비화학부문이 여전히 높은 마진율을 유지하고 있음에도 불구하고 정유부문이 전분기 크게 발생하였던 재고평가이익의 제거로 적자전환을 하였기 때문이다. 사업부문별로는 1) 정유부문 영업이익은 부정적 환율 요인, OSP 하락, 재고평가이익 제거, 중국 Teapot 가동률 상승에 따른 역내 수출 경쟁 심화 등으로 전 분기 대비 약 5천억원 감소한 -1,234억원(OPM -3.9%)을 기록하였다. 2) 화학부문 영업이익은 중국 석탄 가격 상승 및 올레핀 수급타이트에 따른 프로필렌 스프레드 개선, 설비 업그레이드/개선작업으로 인한 PX 플랜트의 높은 가동률 유지, 역내 방향족 업체 셧다운에 따른 PX 등 방향족 수급 개선으로 전 분기 대비 1.6% 증가한 1,422억원(OPM 22.6%)을 기록하였다. 3) 윤활기유부문 영업이익은 부정적 환율 요인, 올해 하반기 중동 신규 공급 물량 증가에 따른 Group III 스프레드 하락으로 전 분기 대비 23.9% 감소한 974억원을 기록하였다. 다만 동사의 윤활기유부문은 규모의 경제 및 고부가 제품 비중이 커서 여전히 30% 이상의 높은 영업이익률을 이어가고 있다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기, 정유부문의 계절적 성수기

동사의 올해 4분기 영업이익은 일부 설비(#1 CDU, RFCC, #1&2 HDT) 정기 보수에 따른 물량 감소에도 불구하고 전 분기 대비 168.3% 증가한 3,117억 원으로 전망된다. 시장에서 우려하는 릴라이언스/현대케미칼 등 세계적 규모의 방향족 플랜트가 11월부터 본격 가동되지만, 역내 방향족 업체의 대규모 정기보수 진행 및 일부 플랜트(Sinopec, JX NOE)의 사고 발생으로 방향족 스프레드의 급격한 하락은 제한되며, 정유부문은 4분기가 계절적 최대 성수기로 중간유분 크랙 마진이 추가적으로 상승할 가능성이 크기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 배당 가치에 주목 필요

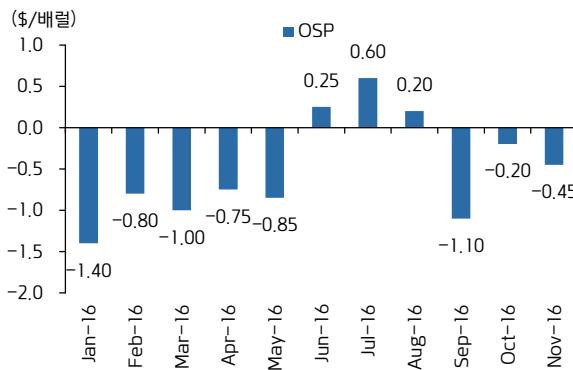
동사는 이번 3분기 실적 컨퍼런스콜에서 올해 미흡했던 중간배당, RUC/ODC 프로젝트 자금조달 구조 완료 및 올해 실적 개선 등을 근거로 기말배당을 포함한 연간 배당금액에 대한 긍정적인 가이던스를 제시하였다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 115,000원 유지한다.

## 싱가폴 정제마진 추이(추정)



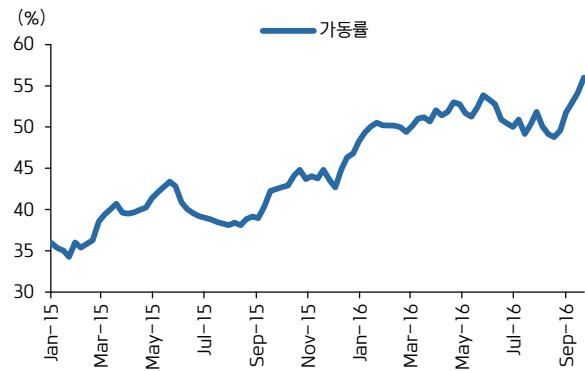
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

## 사우디 아람코 Arab Light OSP(아시아) 추이



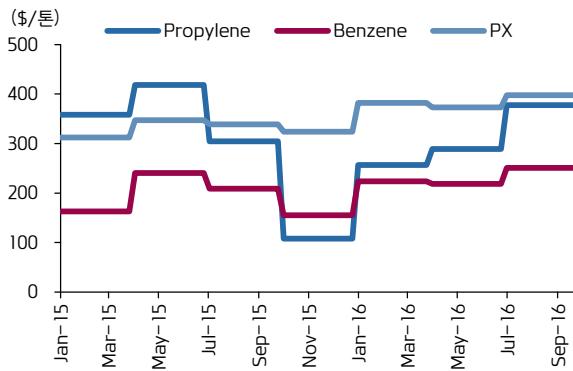
자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

## 중국 산동지역 독립 정제설비(32개) 가동률 추이



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

## 프로필렌/벤젠/PX 스프레드 추이(분기 평균)



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

## S-Oil 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2014	2015	2016E	2017E
매출액	4,374	5,143	4,427	3,947	3,428	4,198	4,138	4,352	28,558	17,890	16,116	20,354
정유	3,464	4,058	3,487	3,045	2,467	3,215	3,187	3,416	23,080	14,054	12,285	16,289
석유화학	532	711	610	644	636	637	629	544	3,506	2,496	2,446	2,314
윤활기유	378	374	329	259	325	346	322	392	1,972	1,340	1,385	1,751
영업이익	238	606	16	-43	492	641	116	312	-290	818	1,561	1,713
%OP	5%	11.8%	0.4%	-1.1%	14.3%	15.3%	2.8%	7.2%	-1.0%	4.6%	9.7%	8.4%
정유	119	468	-171	-138	220	375	-123	107	-730	278	578	692
석유화학	46	66	88	87	144	140	142	127	181	287	553	635
윤활기유	73	80	96	68	128	128	97	78	258	316	431	385

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	285,576	178,903	161,165	203,540	209,342
매출원가	282,822	164,388	139,087	179,315	182,832
매출총이익	2,753	14,515	22,078	24,225	26,509
판매비및일반관리비	5,651	6,339	6,471	7,099	7,246
영업이익(보고)	-2,897	8,176	15,606	17,126	19,263
영업이익(핵심)	-2,897	8,176	15,606	17,126	19,263
영업외손익	-958	-49	-39	-1,781	-2,143
이자수익	283	350	701	1,461	1,619
배당금수익	16	0	0	0	0
외환이익	5,658	3,878	2,594	5,447	5,720
이자비용	426	358	893	2,191	2,724
외환손실	6,835	5,165	2,582	5,423	5,694
관계기업지분법손익	60	98	72	71	71
투자및기타자산처분손익	228	-11	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	37	550	666	913	983
기타	20	610	-597	-2,059	-2,118
법인세차감전이익	-3,855	8,127	15,567	15,345	17,120
법인세비용	-977	1,814	3,766	3,736	4,169
유효법인세율 (%)	25.3%	22.3%	24.2%	24.4%	24.4%
당기순이익	-2,878	6,313	11,801	11,608	12,952
지배주주지분순이익(억원)	-2,878	6,313	11,801	11,608	12,952
EBITDA	500	10,908	18,184	20,391	23,346
현금순이익(Cash Earnings)	519	9,045	14,379	14,873	17,035
수정당기순이익	-3,076	5,895	11,299	10,920	12,206
증감율(% YoY)					
매출액	-8.3	-37.4	-9.9	26.3	2.9
영업이익(보고)	N/A	N/A	90.9	9.7	12.5
영업이익(핵심)	N/A	N/A	90.9	9.7	12.5
EBITDA	-93.2	2,081.6	66.7	12.1	14.5
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	86.9	-1.6	11.6
EPS	N/A	N/A	86.9	-1.6	11.6
수정순이익	N/A	N/A	91.7	-3.4	11.8

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	8,792	24,756	15,795	11,240	16,474
당기순이익	-2,878	6,313	11,801	11,608	12,952
감가상각비	3,316	2,642	2,502	3,202	4,030
무형자산상각비	81	90	75	63	53
외환손익	991	106	-12	-24	-25
자산처분손익	545	731	0	0	0
지분법손익	-60	-98	-72	-71	-71
영업활동자산부채 증감	8,280	14,719	1,488	-3,562	-489
기타	-1,482	252	12	24	25
투자활동현금흐름	-9,642	-28,019	-13,117	-25,079	-19,714
투자자산의 처분	-553	-20,526	2,602	-6,217	-851
유형자산의 처분	12	34	0	0	0
유형자산의 취득	-9,123	-6,544	-15,719	-18,863	-18,863
무형자산의 처분	-13	-31	0	0	0
기타	35	-951	0	0	0
재무활동현금흐름	2,119	-1,841	8,744	10,764	10,464
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	3,320	-559	11,003	13,204	13,204
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,202	-1,282	-2,097	-2,795	-2,795
기타	0	0	-163	355	55
현금및현금성자산의순증가	1,269	-5,103	11,423	-3,075	7,224
기초현금및현금성자산	5,846	7,115	2,012	13,435	10,359
기말현금및현금성자산	7,115	2,012	13,435	10,359	17,584
Gross Cash Flow	512	10,037	14,307	14,802	16,963
Op Free Cash Flow	378	17,227	114	-6,247	-667

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	57,075	56,898	62,878	72,803	81,808
현금및현금성자산	7,115	2,012	13,435	10,359	17,584
유동금융자산	4,486	25,259	22,755	28,738	29,557
매출채권및유동채권	21,320	13,640	12,287	15,518	15,960
재고자산	24,154	15,987	14,402	18,189	18,707
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	45,482	51,057	63,981	80,342	95,288
장기매출채권및기타비유동채권	290	1,936	1,744	2,202	2,265
투자자산	1,475	1,341	1,315	1,620	1,724
유형자산	43,217	47,308	60,524	76,186	91,018
무형자산	500	472	397	334	281
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	102,557	107,955	126,859	153,146	177,096
유동부채	39,551	32,222	30,604	34,462	34,988
매입채무및기타유동채무	15,979	15,834	14,264	18,014	18,528
단기차입금	23,192	15,825	15,825	15,825	15,825
유동성장기차입금	52	55	55	55	55
기타유동부채	329	508	461	568	581
비유동부채	13,916	21,835	32,651	46,267	59,534
장기매입채무및비유동채무	197	236	212	268	276
사채및장기차입금	13,133	20,073	31,076	44,280	57,484
기타비유동부채	586	1,526	1,363	1,718	1,774
부채총계	53,467	54,056	63,255	80,728	94,522
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
주식발행초과금	3,792	3,792	3,792	3,792	3,792
이익잉여금	32,624	37,431	47,136	55,949	66,106
기타자본	9,759	9,761	9,761	9,761	9,761
지배주주지분자본총계	49,090	53,899	63,604	72,417	82,574
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	49,090	53,899	63,604	72,417	82,574
순차입금	24,775	8,681	10,766	21,062	26,223
총차입금	36,376	35,952	46,955	60,159	73,363

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

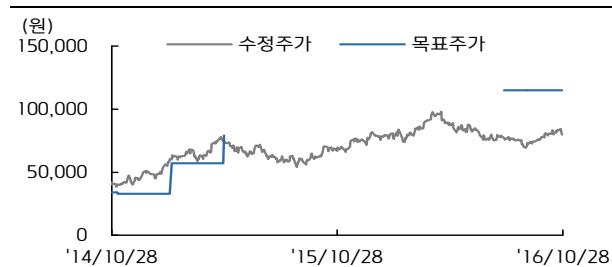
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-2,468	5,414	10,121	9,955	11,107
BPS	42,100	46,224	54,547	62,105	70,815
주당EBITDA	429	9,355	15,595	17,487	20,022
CFPS	445	7,757	12,331	12,755	14,609
DPS	150	2,400	2,400	2,400	2,400
주가배수(배)					
PER	-19.6	14.7	7.9	8.0	7.2
PBR	1.1	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	161.1	9.2	5.7	5.5	5.1
PCFR	108.8	10.2	6.5	6.3	5.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-1.0	4.6	9.7	8.4	9.2
영업이익률(핵심)	-1.0	4.6	9.7	8.4	9.2
EBITDA margin	0.2	6.1	11.3	10.0	11.2
순이익률	-1.0	3.5	7.3	5.7	6.2
자기자본이익률(ROE)	-5.6	12.3	20.1	17.1	16.7
투하자본이익률(ROIC)	-2.9	9.4	17.2	15.4	14.4
안정성(%)					
부채비율	108.9	100.3	99.5	111.5	114.5
순차입금비율	50.5	16.1	16.9	29.1	31.8
이자보상배율(배)	N/A	22.8	17.5	7.8	7.1
활동성(배)					
매출채권회전율	11.8	10.2	12.4	14.6	13.3
재고자산회전율	8.6	8.9	10.6	12.5	11.3
매입채무회전율	12.1	11.2	10.7	12.6	11.5

- 당사는 10월 27일 현재 'S-Oil (010950)' 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

### 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
S-Oil (010950)	2014/11/07	Underperform(Maintain)	33,000원
	2015/02/02	Marketperform(Upgrade)	57,150원
	2015/04/28	Marketperform(Maintain)	79,000원
담당자 변경	2016/08/09	Buy Reinitiate)	115,000원
	2016/09/06	Buy(Maintain)	115,000원
	2016/09/28	Buy(Maintain)	115,000원
	2016/10/13	Buy(Maintain)	115,000원
	2016/10/28	Buy(Maintain)	115,000원

### 목표주가 추이



### 투자의견 및 적용기준

기입	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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%