



BUY(Maintain)

목표주가: 115,000원

주가(2/2): 82,000원

시가총액: 92,318억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/2)	2,071.01pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	98,100원
등락률	-16.41%
수익률	18.16%
1W	절대
6M	상대
1Y	-3.1%
	-5.2%
	6.8%
	4.1%
	2.9%
	-5.3%

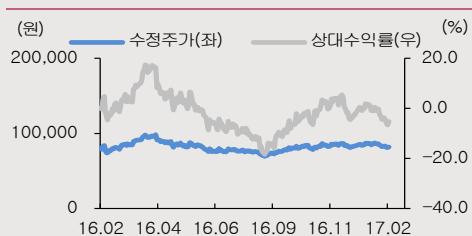
Company Data

발행주식수	116,605천주
일평균 거래량(3M)	271천주
외국인 지분율	74.52%
배당수익률(16E)	2.83%
BPS(16E)	55,250원
주요 주주	Aramco Overseas
	국민연금관리공단
	63.46%
	6.07%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	178,903	163,218	209,425	206,423
보고영업이익	8,176	16,929	18,516	20,805
핵심영업이익	8,176	16,929	18,516	20,805
EBITDA	10,908	19,507	21,519	25,329
세전이익	8,127	16,509	17,546	19,926
순이익	6,313	12,622	13,975	15,871
자체주주지분순이익	6,313	12,622	13,975	15,871
EPS(원)	5,414	10,825	11,985	13,611
증감률(%YoY)	N/A	99.9	10.7	13.6
PER(배)	14.7	7.8	7.1	6.2
PBR(배)	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	9.2	5.3	5.8	4.6
보고영업이익률(%)	4.6	10.4	8.8	10.1
핵심영업이익률(%)	4.6	10.4	8.8	10.1
ROE(%)	12.3	21.3	20.0	19.3
순부채비율(%)	16.1	8.0	35.3	21.3

Price Trend



실적 Review

S-Oil (010950)

올해 정기보수 제한으로 물량 증가 고려 필요



S-Oil의 올해 4분기 영업이익은 4,440억원으로 최근 높아진 시장기대치에 부합하였습니다. PX를 제외한 대부분 공정의 정기보수 진행에 따른 물량 감소에도 불구하고, 유가 상승에 따른 재고평가이익이 발생하였고, 수출 주에 우호적인 환율 효과가 반영되었기 때문입니다. 한편 올해 전 사업부문의 영업 환경이 견조할 것으로 전망되는 가운데 동사의 계획된 정기보수는 콘덴세이트 스플리터/No.2 PX 플랜트에 국한될 전망입니다.

>>> 4분기 실적, 시장기대치 부합

S-Oil의 올해 4분기 실적은 매출액 4조5,571억원(YoY +15.4%, QoQ +10.1%), 영업이익 4,440억원(YoY 흑자전환, QoQ +282.1%)을 기록하며 최근 높아진 시장기대치에 부합하였다. PX를 제외한 대부분 공정(No.1 CDU, RFCC, 그룹2 윤활기유 등)의 정기보수 진행으로 물량 감소 효과가 있었지만, 유가 상승에 따른 재고평가이익(+900억원), 수출 주에 우호적인 환율 효과(+1,000억원)가 발생하였기 때문이다.

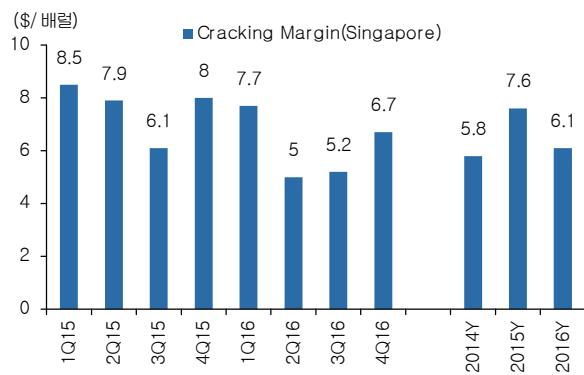
사업부문별로는 1) 정유부문 영업이익은 역내 정유사 가동률 상승에도 불구하고 계절적 성수기에 따른 정제마진 개선, 유가 상승에 따른 재고평가이익 발생(+800억원) 등으로 전 분기 대비 약 4,111억원 증가한 2,877억원(OPM 8.0%)을 기록하였다. 2) 화학부문 영업이익은 정기보수를 완료한 역내 PX 설비의 가동 개시 및 릴라이언스 PX 신증설에 따른 PX 스프레드 감소, RFCC 정기보수로 인한 프로필렌 판매 물량 급감(30% 이상)으로 전 분기 대비 36.2% 감소한 908억원(OPM 14.1%)을 기록하였다. 3) 윤활기유부문 영업이익은 계절적 비수기 영향, 부정적 래킹 효과 및 정기보수 진행에 따른 물량 감소로 전 분기 대비 32.7% 감소한 655억원(OPM 20.4%)을 기록하였다.

>>> 올해 증익 추세 지속 전망

우리는 올해 동사의 영업이익이 증익 추세를 유지하며 과거 정유주 Golden Age 시기를 넘어서는 수치를 기록할 것으로 전망하고 있다. 이는 1) 올해 동사의 정기보수는 콘덴세이트 스플리터, No.2 PX 공정에 불과하고, 동사는 작년 정기보수 중 Super Project를 통해 생산능력의 효율화를 동시에 진행하는 등 물량 측면의 기저효과가 발생할 전망이며, 2) 역내 PX 설비 신증설로 올해 PX 공급 확대 요인이 증가하나, 수요가 예상보다 강해 그 효과는 반감될 전망이며, 3) 올해 상반기에는 2014년 이래 CDU 등 세계 정제설비 정기보수가 가장 클 전망이기 때문이다.

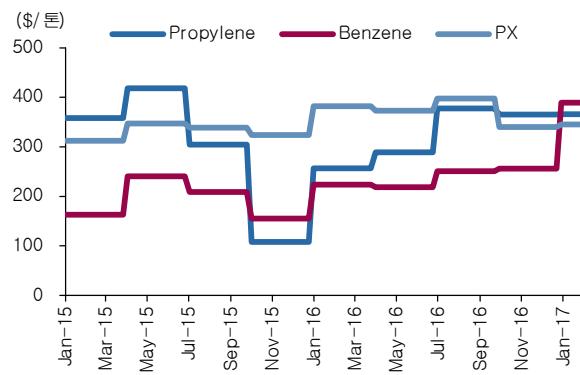
현 주가는 올해 실적 기준 PER 7.1배, PBR 1.3배로 ROE 20.0%를 감안하면 세계 독립 정유업체 중 저평가되어 있다고 판단된다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 115,000원 유지한다.

싱가폴 크랙 마진 추이



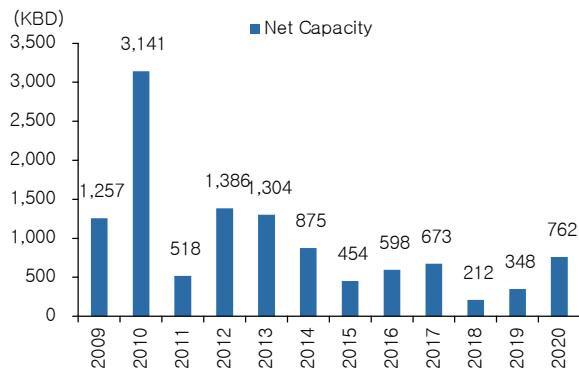
자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

석유화학 주요 제품 스프레드 추이



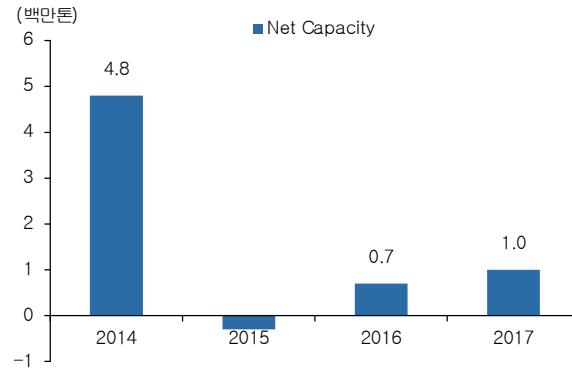
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

아시아/중동 CDU 순증 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 운활기유 순증 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2014	2015	2016	2017E
매출액	4,374	5,143	4,427	3,947	3,428	4,198	4,138	4,557	28,558	17,890	16,322	20,943
정유	3,464	4,058	3,487	3,045	2,467	3,215	3,187	3,595	23,080	14,054	12,464	16,940
석유화학	532	711	610	644	636	637	629	642	3,506	2,496	2,544	2,350
운활기유	378	374	329	259	325	346	322	321	1,972	1,340	1,314	1,653
영업이익	238	606	16	-43	492	641	116	444	-290	818	1,693	1,852
%OP	5%	11.8%	0.4%	-1.1%	14.3%	15.3%	2.8%	9.7%	-1.0%	4.6%	10.4%	8.8%
정유	119	468	-171	-138	220	375	-123	288	-730	278	759	1,054
석유화학	46	66	88	87	144	140	142	91	181	287	517	449
운활기유	73	80	96	68	128	128	97	66	258	316	418	349

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	285,576	178,903	163,218	209,425	206,423
매출원가	282,822	164,388	139,367	183,662	178,442
매출총이익	2,753	14,515	23,851	25,763	27,981
판매비 및 일반관리비	5,651	6,339	6,922	7,247	7,176
영업이익(보고)	-2,897	8,176	16,929	18,516	20,805
영업이익(핵심)	-2,897	8,176	16,929	18,516	20,805
영업외손익	-958	-49	-419	-971	-879
이자수익	283	350	0	0	0
배당금수익	16	0	0	0	0
외환이익	5,658	3,878	0	7,537	7,914
이자비용	426	358	0	0	0
외환손실	6,835	5,165	1,994	8,375	8,794
관계기업지분법손익	60	98	58	54	53
투자 및 기타자산처분손익	228	-11	3	12	12
금융상품평가 및 기타금융이익	37	550	1,541	2,000	2,102
기타	20	610	-27	-2,199	-2,167
법인세차감전이익	-3,855	8,127	16,509	17,546	19,926
법인세비용	-977	1,814	3,887	3,571	4,055
유효법인세율 (%)	25.3%	22.3%	23.5%	20.4%	20.4%
당기순이익	-2,878	6,313	12,622	13,975	15,871
지배주주지분순이익(억원)	-2,878	6,313	12,622	13,975	15,871
EBITDA	500	10,908	19,507	21,519	25,329
현금순이익(Cash Earnings)	519	9,045	15,200	16,977	20,395
수정당기순이익	-3,076	5,895	11,458	12,458	14,268
증감율(% YoY)					
매출액	-8.3	-37.4	-8.8	28.3	-1.4
영업이익(보고)	N/A	N/A	107.1	9.4	12.4
영업이익(핵심)	N/A	N/A	107.1	9.4	12.4
EBITDA	-93.2	2,081.6	78.8	10.3	17.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	99.9	10.7	13.6
EPS	N/A	N/A	99.9	10.7	13.6
수정순이익	N/A	N/A	94.4	8.7	14.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	8,792	24,756	16,455	13,028	20,580
당기순이익	-2,878	6,313	12,622	13,975	15,871
감가상각비	3,316	2,642	2,502	2,939	4,471
무형자산상각비	81	90	75	63	53
외환손익	991	106	1,994	837	879
자산처분손익	545	731	-3	-12	-12
지분법손익	-60	-98	-58	-54	-53
영업활동자산부채 증감	8,280	14,719	1,316	-3,884	250
기타	-1,482	252	-1,994	-837	-879
투자활동현금흐름	-9,642	-28,019	-8,451	-38,667	-9,548
투자자산의 처분	-553	-20,526	2,301	-6,779	440
유형자산의 처분	12	34	0	0	0
유형자산의 취득	-9,123	-6,544	-10,755	-31,900	-10,000
무형자산의 처분	-13	-31	0	0	0
기타	35	-951	3	12	12
재무활동현금흐름	2,119	-1,841	5,286	19,922	4,187
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	3,320	-559	7,529	22,330	7,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,202	-1,282	-2,097	-2,795	-2,795
기타	0	0	-146	387	-18
현금 및 현금성자산의 순증가	1,269	-5,103	13,290	-5,717	15,220
기초현금 및 현금성자산	5,846	7,115	2,012	15,302	9,585
기말현금 및 현금성자산	7,115	2,012	15,302	9,585	24,805
Gross Cash Flow	512	10,037	15,139	16,912	20,330
Op Free Cash Flow	378	17,227	5,903	-18,821	10,545

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	57,075	56,898	65,376	73,834	88,133
현금 및 현금성자산	7,115	2,012	15,302	9,585	24,805
유동금융자산	4,486	25,259	23,045	29,569	29,145
매출채권 및 유동채권	21,320	13,640	12,444	15,967	15,738
재고자산	24,154	15,987	14,585	18,715	18,446
기타 유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	45,482	51,057	59,036	88,742	94,222
장기 매출채권 및 기타 비유동채권	290	1,936	1,766	2,266	2,234
투자자산	1,475	1,341	1,312	1,621	1,658
유형자산	43,217	47,308	55,560	84,521	90,050
무형자산	500	472	397	334	281
기타 비유동자산	0	0	0	0	0
자산 총계	102,557	107,955	124,412	162,577	182,356
유동부채	39,551	32,222	30,791	34,998	34,723
매입채무 및 기타 유동채무	15,979	15,834	14,446	18,535	18,269
단기 차입금	23,192	15,825	15,825	15,825	15,825
유동 성장기 차입금	52	55	55	55	55
기타 유동부채	329	508	466	583	574
비유동부채	13,916	21,835	29,196	51,974	58,953
장기 매입채무 및 비유동채무	197	236	215	276	272
사채 및 장기 차입금	13,133	20,073	27,601	49,931	56,931
기타 비유동부채	586	1,526	1,380	1,767	1,750
부채 총계	53,467	54,056	59,987	86,972	93,675
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
주식 발행 초과금	3,792	3,792	3,792	3,792	3,792
이익 잉여금	32,624	37,431	47,957	59,137	72,212
기타 자본	9,759	9,761	9,761	9,761	9,761
지배주주지분자본총계	49,090	53,899	64,425	75,605	88,680
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본 총계	49,090	53,899	64,425	75,605	88,680
순 차입금	24,775	8,681	5,134	26,657	18,861
총 차입금	36,376	35,952	43,480	65,810	72,810

투자지표

(단위: 원, 배, %)

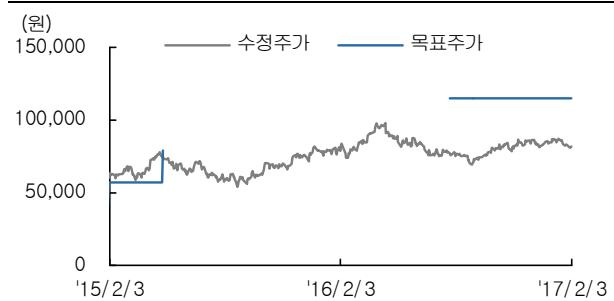
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-2,468	5,414	10,825	11,985	13,611
BPS	42,100	46,224	55,250	64,838	76,052
주당 EBITDA	429	9,355	16,729	18,454	21,722
CFPS	445	7,757	13,035	14,560	17,491
DPS	150	2,400	2,400	2,400	2,400
주가 배수(배)					
PER	-19.6	14.7	7.8	7.1	6.2
PBR	1.1	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	161.1	9.2	5.3	5.8	4.6
PCFR	108.8	10.2	6.5	5.8	4.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-1.0	4.6	10.4	8.8	10.1
영업이익률(핵심)	-1.0	4.6	10.4	8.8	10.1
EBITDA margin	0.2	6.1	12.0	10.3	12.3
순이익률	-1.0	3.5	7.7	6.7	7.7
자기자본이익률(ROE)	-5.6	12.3	21.3	20.0	19.3
투하자본이익률(ROIC)	-2.9	9.4	19.3	16.2	15.0
안정성(%)					
부채비율	108.9	100.3	93.1	115.0	105.6
순차입금비율	50.5	16.1	8.0	35.3	21.3
이자 보상 배율(배)	N/A	22.8	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권 회전율	11.8	10.2	12.5	14.7	13.0
재고자산 회전율	8.6	8.9	10.7	12.6	11.1
매입채무 회전율	12.1	11.2	10.8	12.7	11.2

- 당사는 2월 2일 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
S-Oil (010950)	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
	2017/02/03	Buy(Maintain)	115,000원

목표주가 추이



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 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%