



## BUY(Maintain)

목표주가: 115,000원

주가(4/18): 93,800원

시가총액: 105,603억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (4/18)	2,148.46pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	100,500원
등락률	-6.67%
수익률	절대
1W	-3.1%
6M	13.0%
1Y	2.0%
	-2.4%
	7.3%
	-4.7%

## Company Data

발행주식수	116,605천주
일평균 거래량(3M)	282천주
외국인 지분율	76.26%
배당수익률(17E)	5.67%
BPS(17E)	58,146원
주요 주주	Aramco Overseas 국민연금관리공단
	63.46% 6.07%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	163,218	215,130	218,879	220,447
보고영업이익	16,169	16,840	18,220	19,402
핵심영업이익	16,169	16,840	18,220	19,402
EBITDA	19,036	19,567	22,297	23,748
세전이익	15,751	15,877	16,981	18,054
순이익	12,054	12,384	13,245	14,082
지배주주지분순이익	12,054	12,384	13,245	14,082
EPS(원)	10,337	10,621	11,359	12,077
증감률(%YoY)	90.9	2.7	7.0	6.3
PER(배)	8.2	8.0	7.5	7.0
PBR(배)	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	5.4	6.7	5.8	5.4
보고영업이익률(%)	9.9	7.8	8.3	8.8
핵심영업이익률(%)	9.9	7.8	8.3	8.8
ROE(%)	20.5	18.8	18.5	17.7
순부채비율(%)	7.8	49.8	42.9	35.3

## Price Trend



## 실적 Review

## S-Oil (010950)

## 실적 Review: 환율 영향



S-Oil의 올해 1분기 영업이익은 3,239억원으로 시장 기대치를 하회하였습니다. 석유화학/윤활기유부문은 스프레드 개선으로 실적 호조세를 기록하였지만, 수출주에 비우호적인 환율 효과가 발생하였기 때문입니다. 한편 4.8조원이 투입되는 RUC/ODC 프로젝트의 수익성은 잔사유 통합에 따른 저 원자료 투입으로 차별화된 마진율을 이어갈 전망으로 보입니다.

## &gt;&gt; 올해 1분기 영업이익, 시장 기대치 소폭 하회

S-Oil의 올해 1분기 실적은 매출액 5조2,001억원(YoY +51.7%, QoQ +14.1%), 영업이익 3,239억원(YoY -34.1%, QoQ -12.0%)을 기록하며 시장 기대치(영업이익 3,883억원)를 소폭 하회하였다. 석유화학/윤활기유부문의 호실적 기록 및 전반적인 플랜트 가동률 상승에도 불구하고, 수출주에 비우호적인 환율 효과(-900억원)가 발생하였기 때문이다. 다만 원화 강세에 따른 환차익(순환차손익 1,803억원) 증가로 세전이익은 5,103억원을 기록하며, 전 분기 대비 165.5% 증가하였다.

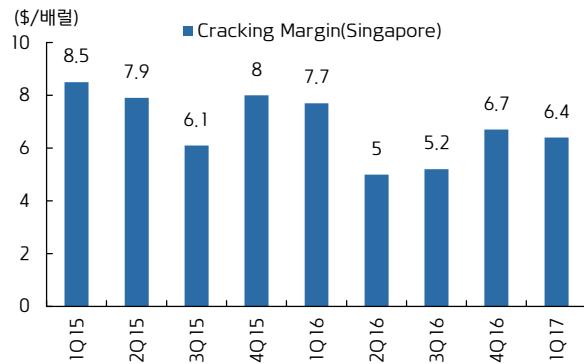
사업부문별로는 1) 정유부문 영업이익은 가동률 개선에도 불구하고, 정제마진 소폭 감소 및 부정적 환율 효과로 전 분기 대비 56.3% 감소한 1,002억원 (OPM 2.5%)을 기록하였다. 2) 화학부문 영업이익은 전 분기 RFCC 정기보수에 따른 기저 효과, 중국 석탄 가격에 상승에 따른 프로필렌 가격 상승 및 방향족 업황 개선으로 전 분기 대비 75.2% 증가한 1,396억원(OPM 18.1%)을 기록하였다. 3) 윤활기유부문 영업이익은 전 분기 정기보수에 따른 기저 효과 및 판매가 상승에 따른 스프레드 개선으로 전 분기 대비 42.5% 증가한 841억원(OPM 21.9%)을 기록하였다.

## &gt;&gt; 올해도 실적 호조세 지속 전망

동사는 올해도 증익 추세가 이어질 전망이다. 이는 1) 올해 동사의 정기보수는 CFU, No.2 PX 공장에 불과하고, 동사는 작년 정기보수 중 Super Project를 통해 생산능력의 효율화를 동시에 진행하는 등 물량 측면의 기저 효과가 발생할 전망이며, 2) 올해 상반기에는 2014년 이래 CDU 등 세계 정제설비 정기보수가 가장 클 전망이고, 3) 역내 PX 설비 신증설로 올해 PX 공급 확대 요인이 증가하나, 수요가 예상보다 강해 그 효과는 반감될 전망이며, 4) 올해 역내 CDU/윤활기유 증설 규모가 상대적으로 크지 않기 때문이다.

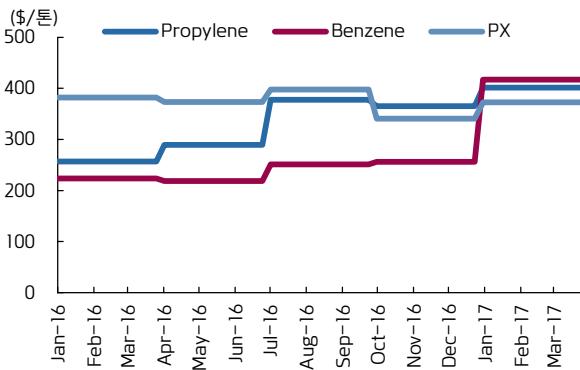
한편 동사가 총 4.8조원을 투자하는 HS-FCC/석유화학(PP/PO) 프로젝트의 경우 기존 발표 시점 보다는 경제성이 소폭 감소한 상황이나, 동사는 이번 컨퍼런스콜에서 여전히 관련 프로젝트 수익성은 IRR 18.3%, 투자회수기간 6년을 유지할 것으로 전망하고 있다. 이는 기본적으로 잔사유 통합에 따른 저 원자료 투입이 가능하기 때문이다. 동사에 대해 투자의견/목표주가 유지한다.

## 싱가폴 크랙 마진 추이(분기별)



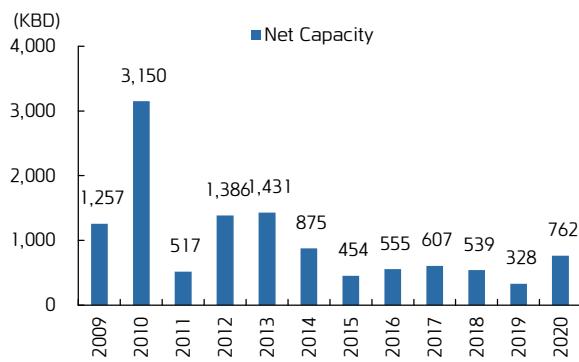
자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

## 석유화학 주요 제품 스프레드 추이(분기별)



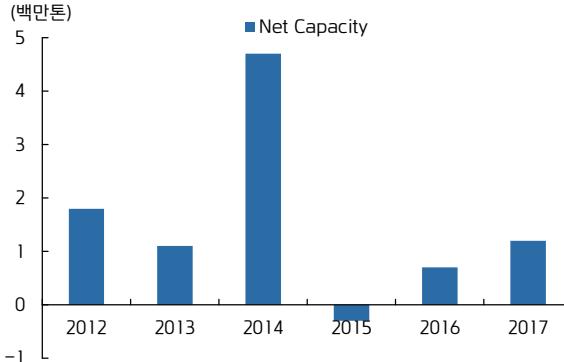
자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

## 아시아/중동 CDU 순증 추이(연별)



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 세계 윤활기유 순증 추이(연별)



자료: 업계, 키움증권 리서치

## S-Oil 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
매출액	3,428	4,198	4,138	4,557	5,200	5,505	5,587	5,220	17,890	16,322	21,513
정유	2,467	3,215	3,187	3,595	4,044	4,487	4,429	4,157	14,054	12,464	17,118
석유화학	636	637	629	642	771	590	717	696	2,496	2,544	2,775
윤활기유	325	346	322	321	385	428	441	367	1,340	1,314	1,620
영업이익	492	641	116	368	324	411	464	484	818	1,617	1,684
%OP	14.3%	15.3%	2.8%	8.1%	6.2%	7.5%	8.3%	9.3%	4.6%	9.9%	7.8%
정유	220	375	-123	288	100	206	204	261	278	759	772
석유화학	144	140	142	91	140	105	158	149	287	517	552
윤활기유	128	128	97	66	84	100	102	74	316	418	361

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	178,903	163,218	215,130	218,879	220,447
매출원가	164,388	140,209	189,173	191,382	190,464
매출총이익	14,515	23,010	25,957	27,497	29,983
판매비 및 일반관리비	6,339	6,841	9,117	9,277	10,581
영업이익(보고)	8,176	16,169	16,840	18,220	19,402
영업이익(핵심)	8,176	16,169	16,840	18,220	19,402
영업외손익	-49	-418	-962	-1,239	-1,348
이자수익	350	545	507	490	495
배당금수익	0	8	30	29	29
외환이익	3,878	4,349	4,476	4,745	4,745
이자비용	358	563	730	883	967
외환손실	5,165	5,021	5,021	5,272	5,272
관계기업지분법손익	98	66	66	67	67
투자및기타자산처분손익	-11	-17	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	550	-319	-681	-811	-845
기타	610	534	390	397	399
법인세차감전이익	8,127	15,751	15,877	16,981	18,054
법인세비용	1,814	3,697	3,493	3,736	3,972
유효법인세율 (%)	22.3%	23.5%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	6,313	12,054	12,384	13,245	14,082
지배주주지분순이익(억원)	6,313	12,054	12,384	13,245	14,082
EBITDA	10,908	19,036	19,567	22,297	23,748
현금순이익(Cash Earnings)	9,045	14,921	15,111	17,322	18,429
수정당기순이익	5,895	12,311	13,066	14,056	14,927
증감율(% YoY)					
매출액	-37.4	-8.8	31.8	1.7	0.7
영업이익(보고)	N/A	97.8	4.1	8.2	6.5
영업이익(핵심)	N/A	97.8	4.1	8.2	6.5
EBITDA	2,081.6	74.5	2.8	14.0	6.5
지배주주지분 당기순이익	N/A	90.9	2.7	7.0	6.3
EPS	N/A	90.9	2.7	7.0	6.3
수정순이익	N/A	108.8	6.1	7.6	6.2

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	24,756	17,220	11,486	16,970	18,226
당기순이익	6,313	12,054	12,384	13,245	14,082
감가상각비	2,642	2,784	2,655	4,014	4,292
무형자산상각비	90	83	72	63	54
외환손익	106	988	545	527	527
자산처분손익	731	841	0	0	0
지분법손익	-98	-66	-66	-67	-67
영업활동자산부채 증감	14,719	-1,882	-3,551	-256	-106
기타	252	2,418	-553	-557	-556
투자활동현금흐름	-28,019	-19,669	-27,936	-10,552	-10,231
투자자산의 처분	-20,526	-9,357	3,964	-552	-231
유형자산의 처분	34	71	0	0	0
유형자산의 취득	-6,544	-10,636	-31,900	-10,000	-10,000
무형자산의 처분	-31	-67	0	0	0
기타	-951	319	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,841	8,111	14,288	1,482	1,463
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-559	10,208	22,330	7,000	7,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,282	-2,096	-8,500	-5,551	-5,551
기타	0	0	458	33	14
현금및현금성자산의순증가	-5,103	5,662	-2,162	7,900	9,459
기초현금및현금성자산	7,115	2,012	7,674	5,512	13,412
기말현금및현금성자산	2,012	7,674	5,512	13,412	22,871
Gross Cash Flow	10,037	19,102	15,037	17,226	18,333
Op Free Cash Flow	17,227	2,656	-15,885	12,041	13,642

## 재무상태표

(단위: 억원)

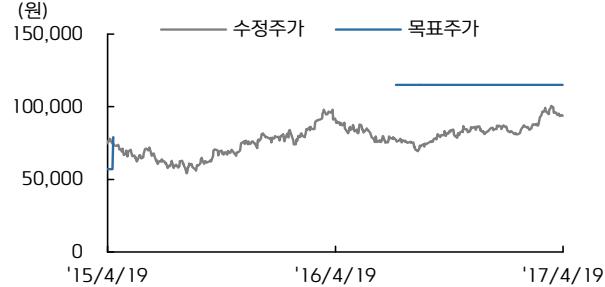
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	56,898	79,744	85,204	94,493	104,533
현금및현금성자산	2,012	7,674	5,512	13,412	22,871
유동금융자산	25,259	34,458	30,118	30,643	30,863
매출채권및유동채권	13,640	13,377	17,632	17,939	18,068
재고자산	15,987	24,234	31,942	32,499	32,732
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	51,057	59,846	89,685	95,748	101,515
장기매출채권및기타비유동채권	1,936	678	894	910	916
투자자산	1,341	1,515	1,965	2,089	2,197
유형자산	47,308	57,108	86,353	92,339	98,047
무형자산	472	545	472	410	355
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	107,955	139,590	174,890	190,242	206,048
유동부채	32,222	48,328	56,869	57,486	57,745
매입채무및기타유동채무	15,834	22,585	29,769	30,287	30,504
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	5,641	5,740	5,782
비유동부채	21,835	27,347	50,221	57,260	64,276
장기매입채무및비유동채무	236	270	356	363	365
사채및장기차입금	20,073	25,636	47,966	54,966	61,966
기타비유동부채	1,526	1,440	1,899	1,932	1,945
부채총계	54,056	75,674	107,089	114,746	122,022
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	51,339	59,033	67,565
기타자본	9,761	9,755	9,755	9,755	9,755
지배주주지분자본총계	53,899	63,916	67,801	75,495	84,026
비자매주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	53,899	63,916	67,801	75,495	84,026
순차입금	8,681	4,962	33,794	32,369	29,691
총차입금	35,952	47,095	69,425	76,425	83,425

- 당사는 4월 18일 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)	2015/04/28	Marketperform(Maintain)	79,000원
	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
	2017/04/19	Buy(Maintain)	115,000원

### 목표주가 추이



### 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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%