

2017/09/11

S-Oil(010950)

운송/정유/화학 하준영
(2122-9213) jyha@hi-ib.com

2018년까지 이익증가 예상

■ 구조적 공급 부족으로 비수기 정제마진 강세

정제설비 CAPA 증가보다 수요가 더 크게 증가하면서 비수기에도 정제마진이 강세를 보이고 있다. 석유제품 비수기인 3분기는 정제마진이 연중 가장 낮다. 과거 3년('14~'16)년 평균 3분기 정제마진은 \$5.4/bbl 수준에 머물렀는데 금년에는 7월부터 9월 초까지 평균 정제마진이 \$8.4/bbl로 강세를 보이고 있다. IEA와 OPEC 등 글로벌 시장 조사기관에 따르면 2020년까지 수요증가분이 정제설비 증가분보다 연간 70~80만b/d 더 클 것으로 예상하기 때문에 정제마진 강세 추세는 당분간 이어질 것으로 판단한다.

■ 2018년 RUC/ODC 프로젝트 완공으로 이익 증가 예상

2018년 RUC/ODC 프로젝트가 완공되면서 이익 다변화와 수익성 개선이 모두 이루어질 것으로 예상된다. 특히 PP/PO제품 생산이 크게 증가하게 되는데 두 제품 모두 역내 설비 증가율보다 제품 수요 증가율이 높아 석유화학사업부문의 수익성 개선이 예상된다.

■ 4Q17 신규 PTA설비 가동으로 PX스프레드 개선 기대

PX스프레드는 4Q17에 QoQ 개선될 것으로 예상하는데 4Q17에 신규 PTA 설비가 가동 예정이기 때문이다. 4Q17에는 JBF 125만톤, Oriental Petrochemical 150만톤, Tongkun 220만톤 등 아시아 지역에서 최소 495만톤의 PTA설비가 가동 예정이다.

■ 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 150,000원으로 상향

동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가를 150,000원으로 상향 조정한다. 목표주가 150,000원은 12개월 선행 BPS 62,286원에 Target PBR 2.4배를 적용하여 산출하였다. RUC/ODC프로젝트가 완료되는 2018년부터는 동사의 ROE가 20% 수준을 시현할 것으로 예상되기 때문에 PBR 2.4배 적용에는 무리가 없다는 판단이다.

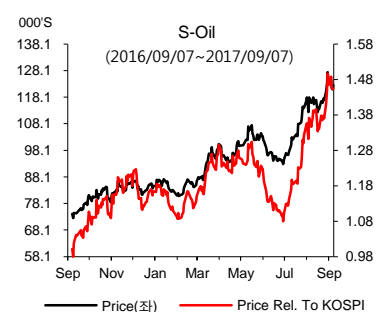
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	150,000원
종가 (2017/09/07)	122,500원

Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,660만주
시가총액	14,188십억원
외국인지분율	78.5%
배당금(2016)	6,200원
EPS(2017E)	9,547원
BPS(2017E)	58,717원
ROE(2017E)	16.8%
52주 주가	72,600~127,500원
60일평균거래량	300,326주
60일평균거래대금	32.6십억원

Price Trend



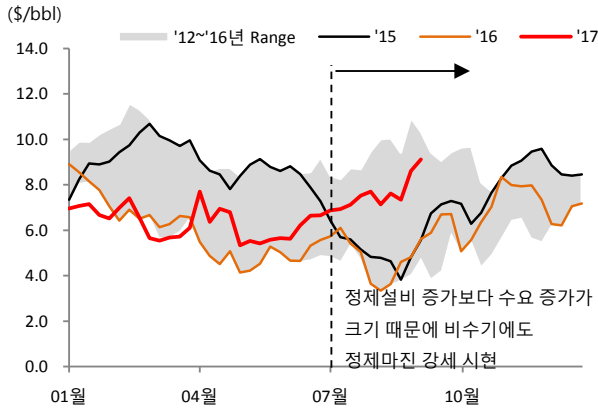
<표 1> S-Oil 부문별 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출	3,428.4	4,198.4	4,137.9	4,557.1	5,200.1	4,665.1	4,571.6	4,816.0	16,321.8	19,252.8	19,962.8
QoQ	-13.1%	22.5%	-1.4%	10.1%	14.1%	-10.3%	-2.0%	5.3%	-	-	-
YoY	-21.6%	-18.4%	-6.5%	15.4%	51.7%	11.1%	10.5%	5.7%	-8.8%	18.0%	3.7%
정유	2,467.0	3,215.3	3,187.4	3,594.5	4,044.0	3,698.6	3,532.2	3,743.7	15,086.6	14,923.8	16,797.8
YoY	-28.8%	-20.8%	-8.6%	18.1%	63.9%	15.0%	10.8%	4.2%	0.5%	-1.1%	12.6%
석유화학	636.0	637.3	628.6	642.1	771.4	560.6	668.5	703.7	2,544.0	2,704.2	3,380.0
YoY	19.6%	-10.3%	3.0%	-0.3%	21.3%	-12.0%	6.3%	9.6%	1.9%	6.3%	25.0%
유탄기유	325.4	345.8	321.9	320.5	384.7	405.9	370.9	368.6	1,313.6	1,530.1	1,496.2
YoY	-13.9%	-7.4%	-2.2%	23.8%	18.2%	17.4%	15.2%	15.0%	-1.9%	16.5%	-2.2%
영업이익	491.8	640.9	116.2	368.0	333.4	117.3	526.0	510.0	1,616.9	1,486.7	2,075.5
OPM	14.3%	15.3%	2.8%	8.1%	6.4%	2.5%	11.5%	10.6%	9.9%	7.7%	10.4%
QoQ	흑전	30.3%	-81.9%	216.7%	-9.4%	-64.8%	348.4%	-3.0%	-	-	-
YoY	106.5%	5.7%	620.1%	흑전	-32.2%	-81.7%	352.6%	38.6%	97.8%	-8.0%	39.6%
정유	220.3	372.9	-123.4	229.3	109.7	-84.9	267.0	242.1	699.0	533.9	867.1
OPM	8.9%	11.6%	-3.9%	6.4%	2.7%	-2.3%	7.6%	6.5%	4.6%	3.6%	5.2%
YoY	85.1%	-20.3%	적지	흑전	-50.2%	적전	흑전	5.6%	151.5%	-23.6%	62.4%
석유화학	144.1	139.9	142.2	79.7	139.6	72.8	138.5	148.7	505.9	499.6	730.3
OPM	22.7%	22.0%	22.6%	12.4%	18.1%	13.0%	20.7%	21.1%	19.9%	18.5%	21.6%
YoY	212.5%	113.6%	61.6%	-8.4%	-3.1%	-48.0%	-2.6%	86.4%	76.5%	-1.3%	46.2%
유탄기유	127.5	128.1	97.4	59.0	84.1	129.5	120.4	119.3	412.0	453.3	478.1
OPM	39.2%	37.0%	30.3%	18.4%	21.9%	31.9%	32.5%	32.4%	31.4%	29.6%	32.0%
YoY	74.7%	61.1%	1.9%	-13.1%	-34.0%	1.1%	23.6%	102.2%	30.4%	10.0%	5.5%
순이익	433.3	443.6	171.8	156.7	393.9	66.9	342.1	310.3	1,205.4	1,113.2	1,486.9
NPM	12.6%	10.6%	4.2%	3.4%	7.6%	1.4%	7.5%	6.4%	7.4%	5.8%	7.4%
YoY	105.1%	3.4%	흑전	344.1%	-9.1%	-84.9%	99.1%	98.0%	90.9%	-7.6%	33.6%

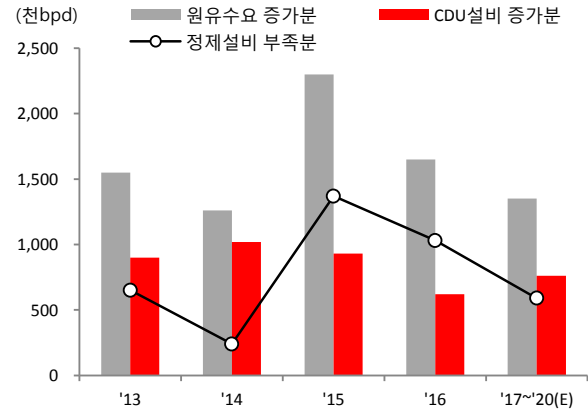
자료: 하이투자증권

<그림 1> 복합정제마진 추이



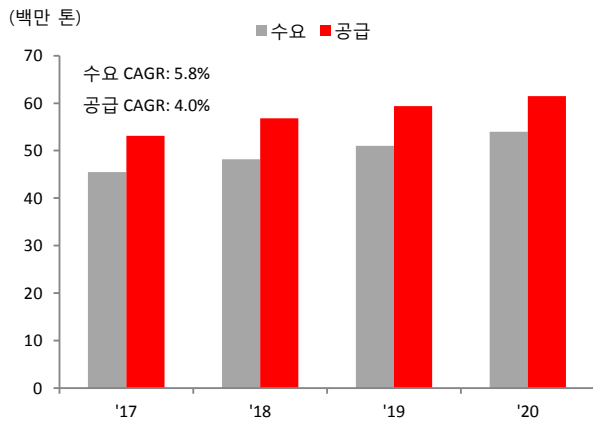
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 2> 글로벌 원유수요/정제설비 증가분 추이 및 전망: 2013년 이후 정제설비 증가분이 수요 증가분을 하회



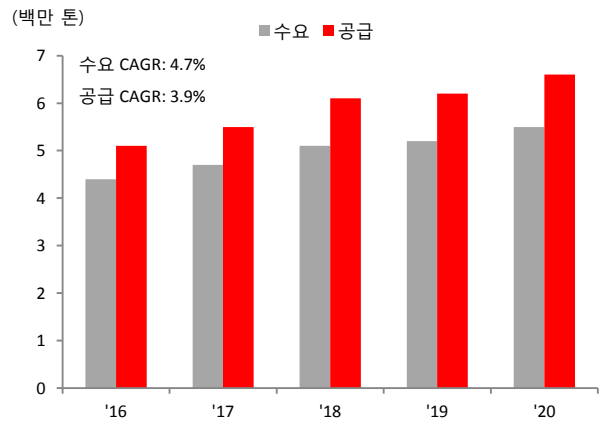
자료: Valero, 하이투자증권

<그림 3> 아시아 및 중동 PP 수급전망



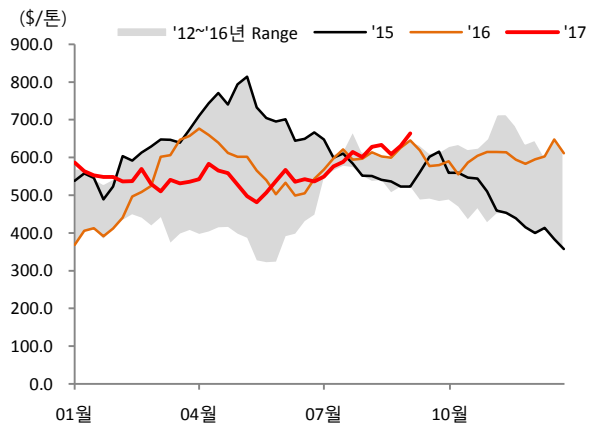
자료: IHS, S-Oil 재인용, 하이투자증권

<그림 4> 아시아 및 중동 PO 수급전망



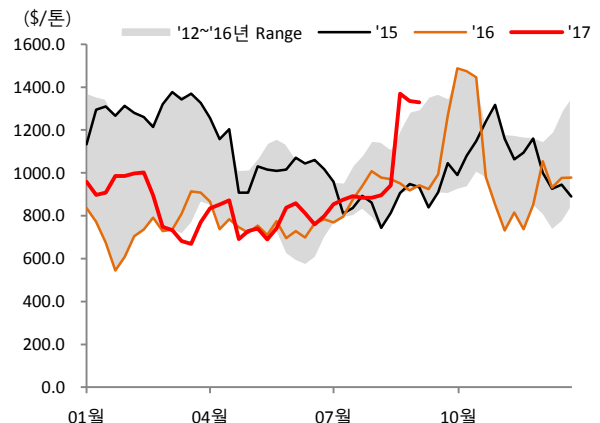
자료: IHS, S-Oil 재인용, 하이투자증권

<그림 5> PP-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



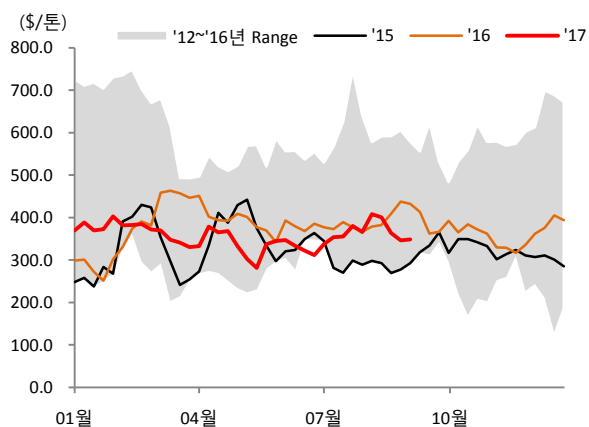
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 6> PO-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



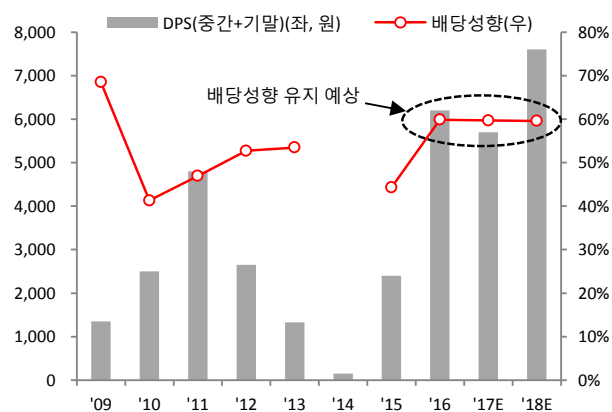
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 7> PX-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



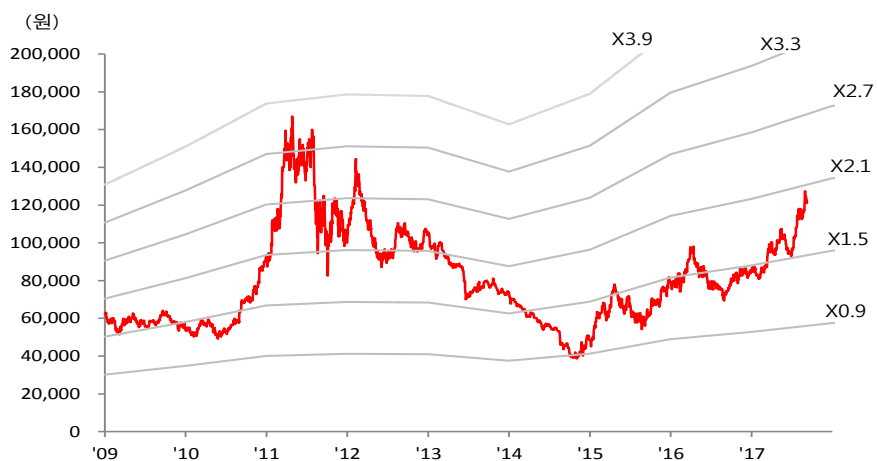
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 8> DPS(중간+기말)와 배당성향 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<그림 9> S-oil PBR 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<표 2> S-oil 목표주가 산정

ROE	20.8%	2018년 예상 ROE
COE	8.8%	-
Risk Free Rate	2.0%	-
Beta	0.8	52주 beta
Risk Premium	8.4%	-
적정 PBR (a)	2.4	-
BPS(원) (b)	62,286	12M Fwd BPS
목표주가 산출 (a) * (b)	146,732	-
목표주가(원)	150,000	-

자료: Quantiwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표 (단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	7,974	5,547	5,579	6,125
현금 및 현금성자산	767	1,072	1,199	1,350
단기금융자산	3,446	517	336	336
매출채권	1,326	1,444	1,477	1,687
재고자산	2,423	2,503	2,555	2,741
비유동자산	5,985	8,836	9,903	9,748
유형자산	5,711	8,565	9,633	9,478
무형자산	54	45	37	30
자산총계	13,959	14,384	15,482	15,873
유동부채	4,833	5,163	5,354	5,441
매입채무	1,141	1,346	1,395	1,474
단기차입금	1,789	1,789	1,789	1,639
유동성장기부채	357	357	357	357
비유동부채	2,735	2,374	2,674	2,239
사채	1,971	1,621	1,921	1,486
장기차입금	592	581	581	581
부채총계	7,567	7,537	8,028	7,680
지배주주지분	6,392	6,847	7,454	8,193
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,745	5,195	5,796	6,529
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	6,392	6,847	7,454	8,193

포괄손익계산서

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	16,322	19,253	19,963	21,085
증가율(%)	-8.8	18.0	3.7	5.6
매출원가	14,021	17,062	17,161	17,822
매출총이익	2,301	2,191	2,802	3,263
판매비와관리비	684	704	726	775
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,617	1,487	2,076	2,488
증가율(%)	97.8	-8.0	39.6	19.8
영업이익률(%)	9.9	7.7	10.4	11.8
이자수익	55	22	21	25
이자비용	56	92	99	91
지분법이익(손실)	7	7	7	7
기타영업외손익	11	61	2	2
세전계속사업이익	1,575	1,484	1,982	2,406
법인세비용	370	371	496	602
세전계속이익률(%)	9.7	7.7	9.9	11.4
당기순이익	1,205	1,113	1,487	1,805
순이익률(%)	7.4	5.8	7.4	8.6
지배주주귀속 순이익	1,205	1,113	1,487	1,805
기타포괄이익	6	6	6	6
총포괄이익	1,211	1,119	1,493	1,811
지배주주귀속총포괄이익	1,211	1,119	1,493	1,811

현금흐름표

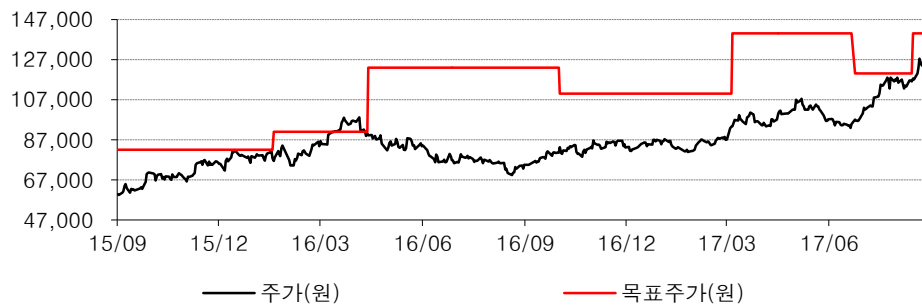
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,722	1,648	1,993	2,277
당기순이익	1,205	1,113	1,487	1,805
유형자산감가상각비	278	336	732	886
무형자산상각비	8	10	8	7
지분법관련손실(이익)	7	7	7	7
투자활동 현금흐름	-1,967	-263	-1,621	-731
유형자산의 처분(취득)	-1,056	-3,190	-1,800	-730
무형자산의 처분(취득)	11	-	-	-
금융상품의 증감	1,486	-2,624	-54	151
재무활동 현금흐름	811	-1,083	-364	-1,470
단기금융부채의증감	558	-	-	-150
장기금융부채의증감	-361	300	-435	-380
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-210	-722	-664	-885
현금및현금성자산의증감	566	304	127	151
기초현금및현금성자산	201	767	1,072	1,199
기말현금및현금성자산	767	1,072	1,199	1,350

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	10,337	9,547	12,751	15,476
BPS	54,814	58,717	63,927	70,265
CFPS	12,796	12,507	19,097	23,128
DPS	6,200	5,700	7,600	9,200
Valuation(배)				
PER	8.2	12.8	9.6	7.9
PBR	1.5	2.1	1.9	1.7
PCR	6.6	9.8	6.4	5.3
EV/EBITDA	5.4	9.3	6.1	4.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	20.5	16.8	20.8	23.1
EBITDA 이익률	11.7	9.5	14.1	16.0
부채비율	118.4	110.1	107.7	93.7
순부채비율	7.8	40.3	41.8	29.0
매출채권회전율(x)	12.6	13.9	13.7	13.3
재고자산회전율(x)	8.1	7.8	7.9	8.0

자료 : S-Oil, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(S-Oil)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-01-28	Buy	91,000	6개월	-4.7%	7.8%
2016-04-22	Buy	123,000	6개월	-35.8%	-27.3%
2016-10-11(담당자변경)	Buy	110,000	6개월	-23.3%	-15.0%
2017-03-15	Buy	140,000	6개월	-29.7%	-23.2%
2017-07-03	Buy	120,000	1년	-8.4%	-1.7%
2017-08-24	Buy	140,000	1년	-12.4%	-8.9%
2017-09-11	Buy	150,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 하준영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-