

2017/10/31

S-Oil(010950)

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

정제마진 강세와 증설 효과로 2019년까지 이익 증가

Buy (Maintain)

■ 3Q17 Review: 정제마진 강세로 영업이익 대폭 개선

동사의 3Q17 실적은 매출액 52,119억원(YoY +26.0%), 영업이익 5,532억원(YoY +376.1%)을 기록하며 높아진 시장 기대치를 충족했다. 정제마진이 강세를 보이면서 정유사업부문 영업이익이 대폭 개선되었기 때문이다.

정유사업부문은 3Q17 평균 정제마진이 \$5.5/bbl로 2Q17 \$3.8/bbl대비 무려 \$1.7/bbl이나 개선되면서 영업이익이 3,364억원으로 QoQ 흑자전환하였다. 정제마진 강세가 허리케인 하비의 영향도 일부 있었지만 정제설비 증가가 수요 증가분을 따라가지 못해 나타난 구조적인 변화라는 판단이다. 재고평가이익이 당초 예상보다 낮은 300억원 정도로 파악된다는 점에서 영업이익 증가분의 대부분이 정제마진 상승에서 발생했다는 추정도 가능하다. 석유화학사업부문은 역대 PX설비 가동률이 높아지면서 마진이 하락했지만 정기보수가 2Q17로 마무리되면서 영업이익은 QoQ 24.4% 증가했다. 윤활기유사업부문은 수요 강세로 2Q17 스프레드가 유지되면서 전분기 수준의 영업이익(1,263억, QoQ -2.4%)을 유지했다.

■ 정제마진 강세와 증설 효과로 2019년까지 이익 증가

동사의 영업이익은 정제마진 강세와 증설 효과로 2019년까지 증가할 것으로 예상된다. 수년간 정제설비 증설이 수요 증가분을 하회하면서 비수기에도 정제마진이 강세를 보이는 등 정유산업은 구조적 호황기에 진입했다는 판단이다. 또한 동사가 2015년부터 투자를 진행해 왔던 RUC/ODC 프로젝트가 내년 초 마무리되면서 가동에 들어가면 동사의 이익 증가는 증설효과가 온기 반영되는 2019년까지 이어질 것이다.

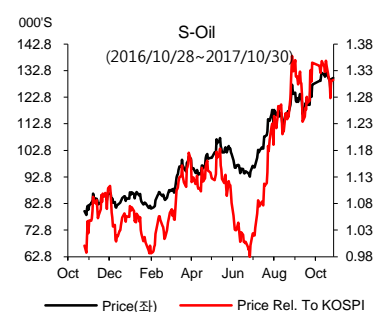
동사의 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 170,000원으로 상향 조정한다. 목표주가 170,000원은 2018년 예상 BPS 64,166원에 Target PBR 2.6배를 적용하여 산출하였다. 동사는 배당 성향을 유지할 것으로 예상되는데 이렇게 되면 현재 주가에서 배당수익률은 4.6%에 달할 것으로 추정한다. 동사에 대한 매수전략을 추천한다.

목표주가(12M)	170,000원
종가 (2017/10/30)	130,000원

Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,660만주
시가총액	15,064십억원
외국인지분율	78.0%
배당금(2016)	6,200원
EPS(2017E)	10,013원
BPS(2017E)	58,884원
ROE(2017E)	17.6%
52주 주가	78,500~132,000원
60일평균거래량	284,172주
60일평균거래대금	34.6십억원

Price Trend



<표 1> S-Oil 3Q17 Review

(단위: 십억원)

	3Q16	2Q17	3Q17	증감률		컨센서스	
				YoY	QoQ	3Q17	차이
매출액	4,137.9	4,665.0	5,211.9	26.0%	11.7%	4,936.3	5.6%
영업이익	116.2	117.3	553.2	376.1%	371.6%	531.7	4.0%
OPM	2.8%	2.5%	10.6%	-	-	10.8%	-
지배주주순이익	171.8	66.9	398.7	132.1%	495.8%	401.6	-0.7%

자료: Quantwise, 하이투자증권

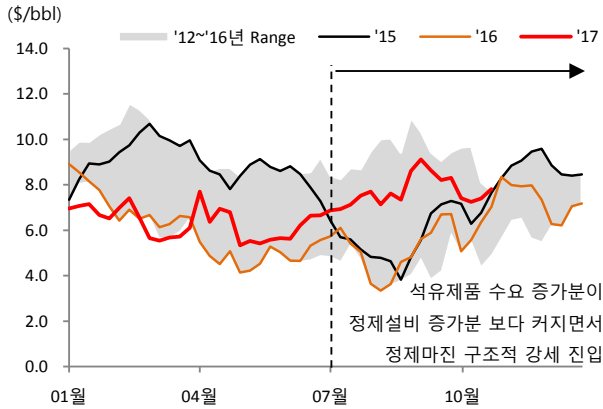
<표 2> S-Oil 부문별 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출	3,428.4	4,198.4	4,137.9	4,557.1	5,200.1	4,665.1	5,211.9	4,790.3	16,321.8	19,867.3	20,631.2
QoQ	-13.1%	22.5%	-1.4%	10.1%	14.1%	-10.3%	11.7%	-8.1%	-	-	-
YoY	-21.6%	-18.4%	-6.5%	15.4%	51.7%	11.1%	26.0%	5.1%	-8.8%	21.7%	3.8%
정유	2,467.0	3,215.3	3,187.4	3,594.5	4,044.0	3,698.6	4,107.4	3,711.9	15,738.2	16,202.5	17,511.7
YoY	-28.8%	-20.8%	-8.6%	18.1%	63.9%	15.0%	28.9%	3.3%	1.1%	3.0%	8.1%
석유화학	636.0	637.3	628.6	642.1	771.4	560.6	699.5	718.2	2,544.0	2,749.7	3,495.1
YoY	19.6%	-10.3%	3.0%	-0.3%	21.3%	-12.0%	11.3%	11.8%	1.9%	8.1%	27.1%
윤활기유	325.4	345.8	321.9	320.5	384.7	405.9	405.0	360.2	1,313.6	1,555.7	1,397.9
YoY	-13.9%	-7.4%	-2.2%	23.8%	18.2%	17.4%	25.8%	12.4%	-1.9%	18.4%	-10.1%
영업이익	491.8	640.9	116.2	368.0	333.4	117.3	553.2	536.9	1,616.9	1,540.8	2,088.2
OPM	14.3%	15.3%	2.8%	8.1%	6.4%	2.5%	10.6%	11.2%	9.9%	7.8%	10.1%
QoQ	흑전	30.3%	-81.9%	216.7%	-9.4%	-64.8%	371.6%	-3.0%	-	-	-
YoY	106.5%	5.7%	620.1%	흑전	-32.2%	-81.7%	376.1%	45.9%	97.8%	-4.7%	35.5%
정유	220.3	372.9	-123.4	229.3	109.7	-84.9	336.4	304.0	699.0	665.2	1,059.9
OPM	8.9%	11.6%	-3.9%	6.4%	2.7%	-2.3%	8.2%	8.2%	4.4%	4.1%	6.1%
YoY	85.1%	-20.3%	적지	흑전	-50.2%	적전	흑전	32.6%	151.5%	-4.8%	59.4%
석유화학	144.1	139.9	142.2	79.7	139.6	72.8	90.5	117.8	505.9	420.7	599.3
OPM	22.7%	22.0%	22.6%	12.4%	18.1%	13.0%	12.9%	16.4%	19.9%	15.3%	17.1%
YoY	212.5%	113.6%	61.6%	-8.4%	-3.1%	-48.0%	-36.3%	47.8%	76.5%	-16.8%	42.5%
윤활기유	127.5	128.1	97.4	59.0	84.1	129.5	126.3	115.1	412.0	454.9	429.0
OPM	39.2%	37.0%	30.3%	18.4%	21.9%	31.9%	31.2%	32.0%	31.4%	29.2%	30.7%
YoY	74.7%	61.1%	1.9%	-13.1%	-34.0%	1.1%	29.6%	95.0%	30.4%	10.4%	-5.7%
순이익	433.3	443.6	171.8	156.7	393.9	66.9	398.7	308.0	1,205.4	1,167.6	1,495.3
NPM	12.6%	10.6%	4.2%	3.4%	7.6%	1.4%	7.7%	6.4%	7.4%	5.9%	7.2%
YoY	105.1%	3.4%	흑전	344.1%	-9.1%	-84.9%	132.1%	96.6%	90.9%	-3.1%	28.1%

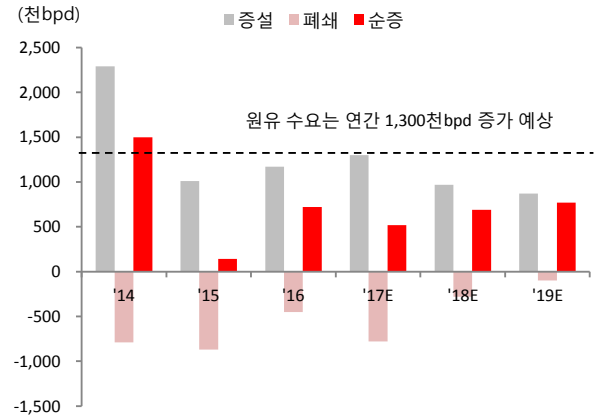
자료: 하이투자증권

<그림 1> 복합정제마진 추이



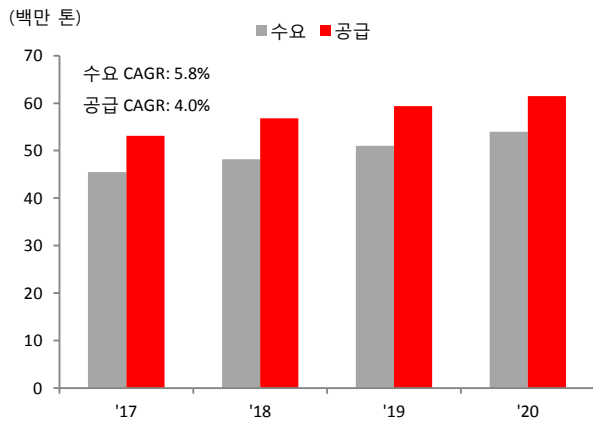
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 2> 글로벌 원유수요/정제설비 증가분 추이 및 전망: 향후 3년간 정제설비 증가분이 수요 증가분을 하회



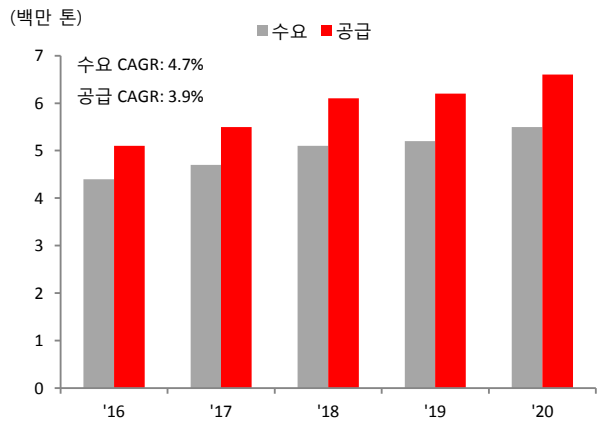
자료: S-Oil, 하이투자증권

<그림 3> 아시아 및 중동 PP 수급전망



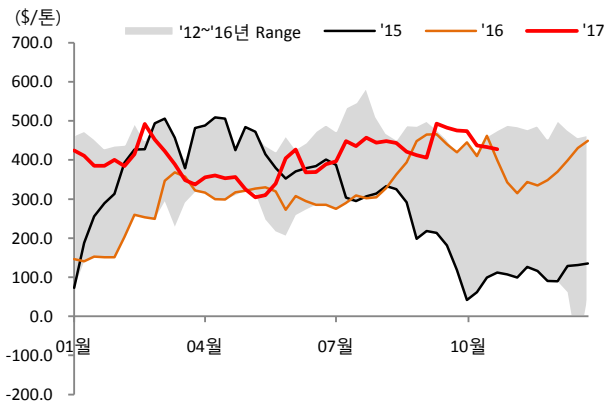
자료: IHS, S-Oil 재인용, 하이투자증권

<그림 4> 아시아 및 중동 PO 수급전망



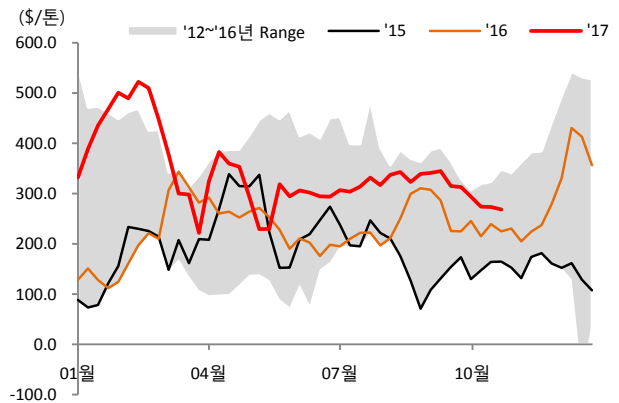
자료: IHS, S-Oil 재인용, 하이투자증권

<그림 5> 프로필렌-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



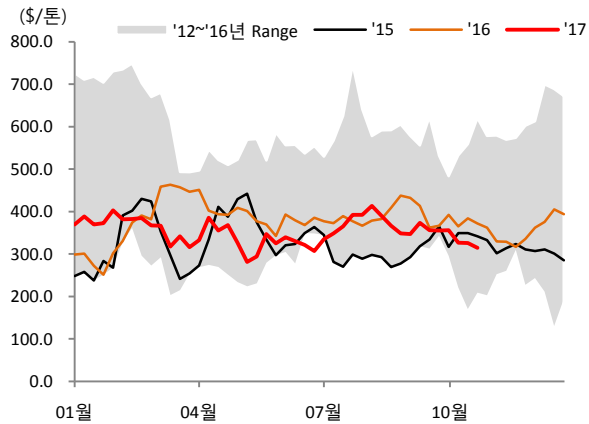
자료: Platts, Cischem, 하이투자증권

<그림 6> 벤젠-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



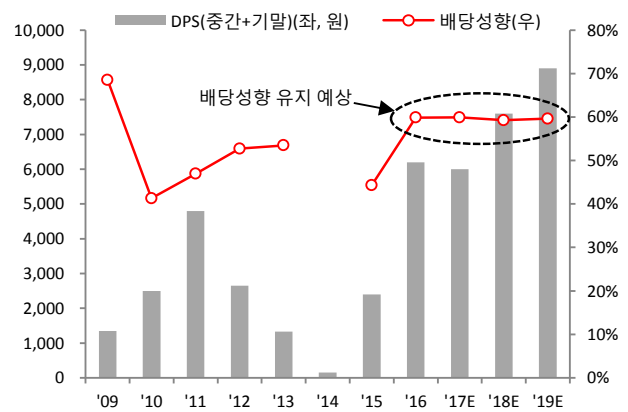
자료: Platts, Cischem, 하이투자증권

<그림 7> PX-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



자료: Platts, Cischem, 하이투자증권

<그림 8> DPS(중간+기말)와 배당성향 추이 및 전망



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 9> S-oil PBR 밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권

<표 3> S-oil 목표주가 산정

ROE	20.8%	2018년 예상 ROE
COE	9.4%	-
Risk Free Rate	2.0%	-
Beta	1.0	52주 beta
Risk Premium	7.7%	-
적정 PBR (a)	2.2	-
BPS(원) (b)	64,166	2018년 예상
목표주가(원) (a) * (b) * 1.2	170,000	정제마진 구조적 강세 진입, RUC/ODC 프로젝트 관련 프리미엄 20% 반영

자료: Quantwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	7,974	5,710	5,654	6,200
현금 및 현금성자산	767	1,108	1,138	1,242
단기금융자산	3,446	517	336	336
매출채권	1,326	1,490	1,527	1,773
재고자산	2,423	2,583	2,641	2,837
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	14,546	15,557	15,947
유동부채	4,833	5,206	5,401	5,516
매입채무	1,141	1,389	1,442	1,549
단기차입금	1,789	1,789	1,789	1,639
유동성장기부채	357	357	357	357
비유동부채	2,735	2,474	2,674	2,239
사채	1,971	1,721	1,921	1,486
장기차입금	592	581	581	581
부채총계	7,567	7,680	8,075	7,755
지배주주지분	6,392	6,866	7,482	8,192
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,745	5,214	5,824	6,528
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	6,392	6,866	7,482	8,192

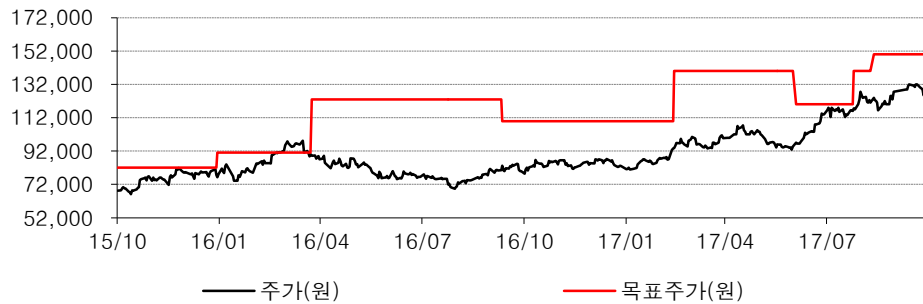
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	16,322	19,867	20,631	22,160
증가율(%)	-8.8	21.7	3.8	7.4
매출원가	14,021	17,600	17,793	18,939
매출총이익	2,301	2,268	2,838	3,221
판매비와관리비	684	727	750	817
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,617	1,541	2,088	2,404
증가율(%)	97.8	-4.7	35.5	15.1
영업이익률(%)	9.9	7.8	10.1	10.8
이자수익	55	23	21	24
이자비용	56	94	99	91
지분법이익(손실)	7	7	7	7
기타영업외손익	11	69	-8	-8
세전계속사업이익	1,575	1,557	1,994	2,321
법인세비용	370	389	498	580
세전계속이익률(%)	9.7	7.8	9.7	10.5
당기순이익	1,205	1,168	1,495	1,741
순이익률(%)	7.4	5.9	7.2	7.9
지배주주귀속 순이익	1,205	1,168	1,495	1,741
기타포괄이익	6	6	6	6
총포괄이익	1,211	1,174	1,501	1,747
지배주주귀속총포괄이익	1,211	1,174	1,501	1,747

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,722	1,550	2,028	2,257
당기순이익	1,205	1,168	1,495	1,741
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	-2,588	-151	104
재무활동 현금흐름	811	-983	-499	-1,470
단기금융부채의증감	558	-	-	-150
장기금융부채의증감	-261	200	-435	-380
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-210	-722	-699	-885
현금및현금성자산의증감	566	341	30	104
기초현금및현금성자산	201	767	1,108	1,138
기말현금및현금성자산	767	1,108	1,138	1,242

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	10,337	10,013	12,824	14,930
BPS	54,814	58,884	64,166	70,257
CFPS	12,796	12,973	19,169	22,581
DPS	6,200	6,000	7,600	8,900
Valuation(배)				
PER	8.2	13.0	10.1	8.7
PBR	1.5	2.2	2.0	1.9
PCR	6.6	10.0	6.8	5.8
EV/EBITDA	5.4	9.5	6.4	5.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	20.5	17.6	20.8	22.2
EBITDA 이익률	11.7	9.5	13.7	14.9
부채비율	118.4	111.9	107.9	94.7
순부채비율	7.8	41.1	42.4	30.3
매출채권회전율(x)	12.6	14.1	13.7	13.4
재고자산회전율(x)	8.1	7.9	7.9	8.1

자료 : S-Oil, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(S-Oil)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				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	-12.5%	-8.9%
2017-09-11	Buy	150,000	1년	-16.0%	-12.0%
2017-10-31	Buy	170,000	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 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-