

2018/01/08

# S-Oil(010950)

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

## 증설 수혜가 본격화되는 2018년

Buy (Maintain)

### ■ 4Q17 Preview: 시장 기대에 부합하는 실적

동사의 4Q17 실적은 매출액 53,221억원(YoY +16.8%), 영업이익 4,881억원(YoY +32.6%)을 기록하며 시장 기대치에 부합할 것으로 예상된다.

정유사업부문은 싱가포르 정제마진이 4Q17 평균 \$7.2/bbl로 3Q17 평균 \$8.3/bbl 대비 약 \$1.1/bbl 하락하면서 QoQ 감익이 예상된다. 하지만 12월 평균 두바이 유가가 \$61.4/bbl(QoQ +\$7.6/bbl)로 상승하면서 재고평가이익이 발생해 이익감소폭은 제한적일 것으로 추정한다. 석유화학사업부문은 PX 및 벤젠 스프레드가 각각 \$321/톤(QoQ -11%), \$291/톤(QoQ -10%)으로 하락하면서 영업이익이 QoQ 감소할 것으로 판단한다. 윤활기유사업부문은 1Q18 신규 업체 시장 진입이 예정되어 있고 원재료가격이 상승하면서 제품 스프레드가 줄어들어 QoQ감익을 예상한다.

### ■ 증설 수혜가 본격화되는 2018년

RUC/ODC 프로젝트가 기계적 완공 후 4월부터 시험가동에 들어가면 하반기부터는 증설의 수혜가 본격화 될 것이다. 3Q18부터 본가동이 시작되면 동사는 연간 약 8천억원 내외의 EBITDA가 증가(운기 반영 시)할 전망이다. 또한 PO(40.5만톤/년)/PP(30.0만톤/년) 제품이 생산되면서 기존 PX제품에 집중되었던 석유화학사업부문 제품 포트폴리오가 다양화 될 것이다.

### ■ 이익증가 및 배당성향 유지로 배당금도 증가할 것

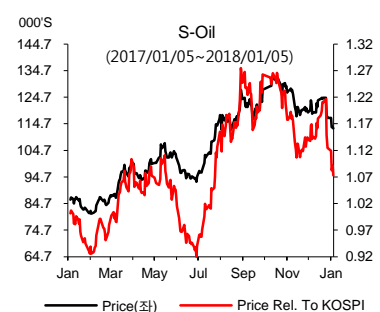
동사의 배당성향은 60% 수준을 유지할 것으로 예상하며 동사의 이익이 증가하면서 배당금도 점차 늘어날 것이다. RUC/ODC 프로젝트가 마무리되고 당분간 대규모 투자가 계획되어 있지 않아 동사의 배당성향은 60% 수준을 유지할 것으로 판단한다. 만약 배당성향이 현재 수준에서 유지된다면 2018년부터 증설에 따라 이익이 늘어나기 때문에 배당금 또한 늘어날 것으로 예상된다.

목표주가(12M)	170,000원
종가 (2018/01/05)	113,000원

#### Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,660만주
시가총액	13,107십억원
외국인지분율	76.8%
배당금(2016)	6,200원
EPS(2017E)	9,706원
BPS(2017E)	58,776원
ROE(2017E)	17.1%
52주 주가	80,900~132,000원
60일평균거래량	267,944주
60일평균거래대금	33.0십억원

#### Price Trend



&lt;표 1&gt; S-Oil 4Q17 Preview

(단위: 십억원)

	4Q16	3Q17	당사추정			컨센서스		
			4Q17	YoY	QoQ	4Q17	YoY	QoQ
매출액	4,557.1	5,211.9	5,322.1	16.8%	2.1%	5,539.6	21.6%	6.3%
영업이익	368.0	553.2	488.1	32.6%	-11.8%	475.0	29.1%	-14.1%
OPM	8.1%	10.6%	9.2%	-	-	8.6%	-	-

자료: Quantwise, 하이투자증권

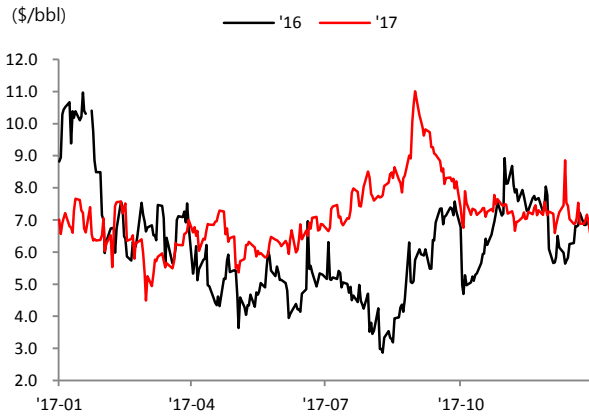
&lt;표 2&gt; S-Oil 부문별 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>매출</b>	<b>5,200.1</b>	<b>4,665.1</b>	<b>5,211.9</b>	<b>5,322.1</b>	<b>5,413.6</b>	<b>5,067.0</b>	<b>5,709.0</b>	<b>6,180.2</b>	<b>16,321.8</b>	<b>20,399.2</b>	<b>22,369.8</b>
QoQ	14.1%	-10.3%	11.7%	2.1%	1.7%	-6.4%	12.7%	8.3%	-	-	-
YoY	51.7%	11.1%	26.0%	16.8%	4.1%	8.6%	9.5%	16.1%	-8.8%	25.0%	9.7%
<b>정유</b>	<b>4,044.0</b>	<b>3,698.6</b>	<b>4,107.4</b>	<b>4,311.7</b>	<b>4,374.2</b>	<b>4,033.0</b>	<b>4,424.9</b>	<b>4,797.0</b>	<b>17,629.2</b>	<b>17,221.8</b>	<b>18,030.4</b>
YoY	63.9%	15.0%	28.9%	20.0%	8.2%	9.0%	7.7%	11.3%	9.1%	-2.3%	4.7%
<b>석유화학</b>	<b>771.4</b>	<b>560.6</b>	<b>699.5</b>	<b>648.2</b>	<b>697.3</b>	<b>700.6</b>	<b>926.5</b>	<b>1,011.5</b>	<b>2,544.0</b>	<b>2,679.7</b>	<b>3,335.9</b>
YoY	21.3%	-12.0%	11.3%	0.9%	-9.6%	25.0%	32.5%	56.1%	1.9%	5.3%	24.5%
<b>유탄기유</b>	<b>384.7</b>	<b>405.9</b>	<b>405.0</b>	<b>362.3</b>	<b>342.1</b>	<b>333.4</b>	<b>357.5</b>	<b>371.7</b>	<b>1,313.6</b>	<b>1,557.9</b>	<b>1,404.7</b>
YoY	18.2%	17.4%	25.8%	13.0%	-11.1%	-17.9%	-11.7%	2.6%	-1.9%	18.6%	-9.8%
<b>영업이익</b>	<b>333.4</b>	<b>117.3</b>	<b>553.2</b>	<b>488.1</b>	<b>460.3</b>	<b>421.5</b>	<b>479.5</b>	<b>570.4</b>	<b>1,616.9</b>	<b>1,492.0</b>	<b>1,931.7</b>
OPM	6.4%	2.5%	10.6%	9.2%	8.5%	8.3%	8.4%	9.2%	9.9%	7.3%	8.6%
QoQ	-9.4%	-64.8%	371.6%	-11.8%	-5.7%	-8.4%	13.8%	19.0%	-	-	-
YoY	-32.2%	-81.7%	376.1%	32.6%	38.1%	259.3%	-13.3%	16.9%	97.8%	-7.7%	29.5%
<b>정유</b>	<b>109.7</b>	<b>-84.9</b>	<b>336.4</b>	<b>308.1</b>	<b>279.1</b>	<b>230.7</b>	<b>197.6</b>	<b>259.5</b>	<b>699.0</b>	<b>669.4</b>	<b>966.8</b>
OPM	2.7%	-2.3%	8.2%	7.1%	6.4%	5.7%	4.5%	5.4%	4.0%	3.9%	5.4%
YoY	-50.2%	적전	흑전	34.4%	154.4%	흑전	-41.3%	-15.8%	151.5%	-4.2%	44.4%
<b>석유화학</b>	<b>139.6</b>	<b>72.8</b>	<b>90.5</b>	<b>73.8</b>	<b>90.2</b>	<b>104.1</b>	<b>178.2</b>	<b>200.1</b>	<b>505.9</b>	<b>376.6</b>	<b>572.6</b>
OPM	18.1%	13.0%	12.9%	11.4%	12.9%	14.9%	19.2%	19.8%	19.9%	14.1%	17.2%
YoY	-3.1%	-48.0%	-36.3%	-7.5%	-35.4%	43.2%	96.9%	171.3%	76.5%	-25.6%	52.0%
<b>유탄기유</b>	<b>84.1</b>	<b>129.5</b>	<b>126.3</b>	<b>106.1</b>	<b>91.1</b>	<b>86.7</b>	<b>103.8</b>	<b>110.8</b>	<b>412.0</b>	<b>446.0</b>	<b>392.4</b>
OPM	21.9%	31.9%	31.2%	29.3%	26.6%	26.0%	29.0%	29.8%	31.4%	28.6%	27.9%
YoY	-34.0%	1.1%	29.6%	79.9%	8.3%	-33.0%	-17.8%	4.4%	30.4%	8.3%	-12.0%
<b>순이익</b>	<b>393.9</b>	<b>66.9</b>	<b>398.7</b>	<b>272.2</b>	<b>326.1</b>	<b>281.4</b>	<b>339.3</b>	<b>430.3</b>	<b>1,205.4</b>	<b>1,131.8</b>	<b>1,377.1</b>
NPM	7.6%	1.4%	7.7%	5.1%	6.0%	5.6%	5.9%	7.0%	7.4%	5.5%	6.2%
YoY	-9.1%	-84.9%	132.1%	73.8%	-17.2%	320.4%	-14.9%	58.1%	90.9%	-6.1%	21.7%

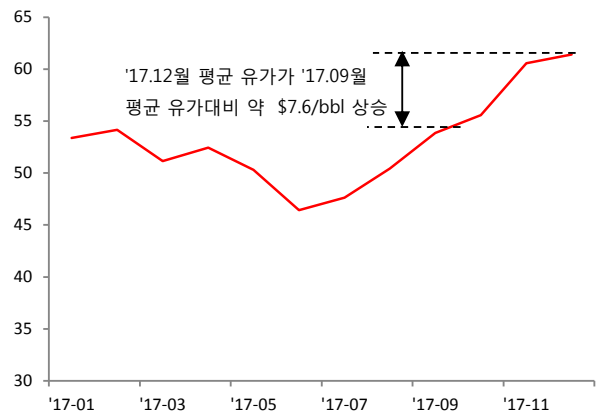
자료: 하이투자증권

<그림 1> 복합정제마진 추이



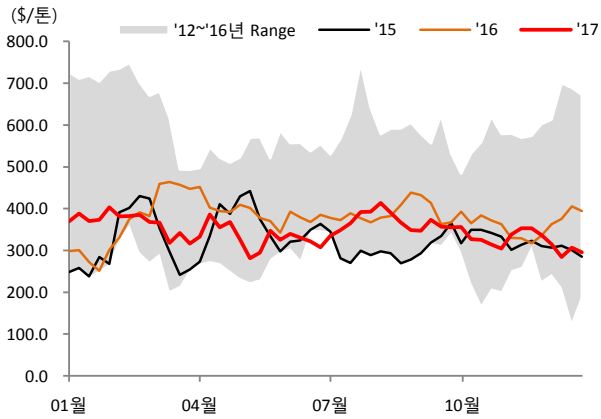
자료: Datastream, 하이투자증권

<그림 2> 월 평균 두바이 유가 추이



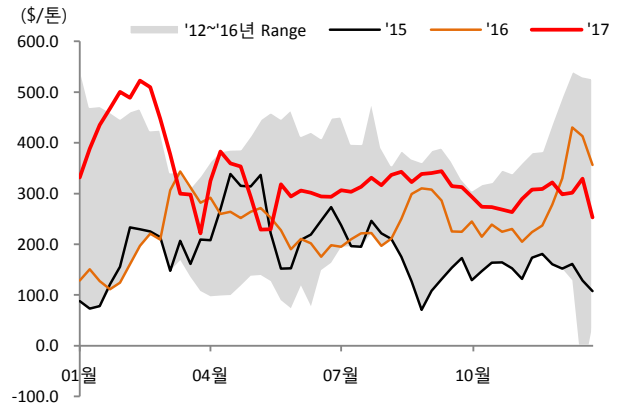
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 3> PX-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



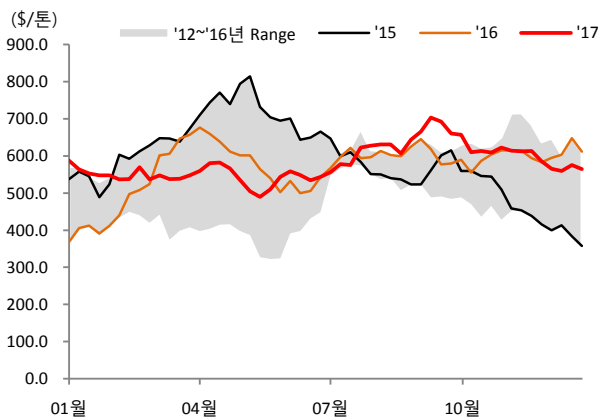
자료: Platts, Cischem, 하이투자증권

<그림 4> 벤젠-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



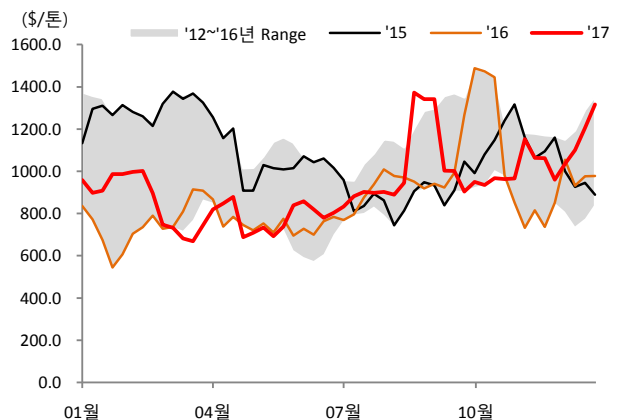
자료: Platts, Cischem, 하이투자증권

<그림 5> PP-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



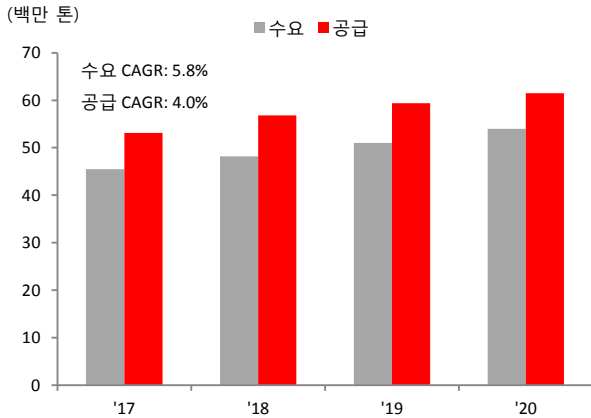
자료: Platts, Cischem, 하이투자증권

<그림 6> PO-PP(4W Lagging) 스프레드 추이



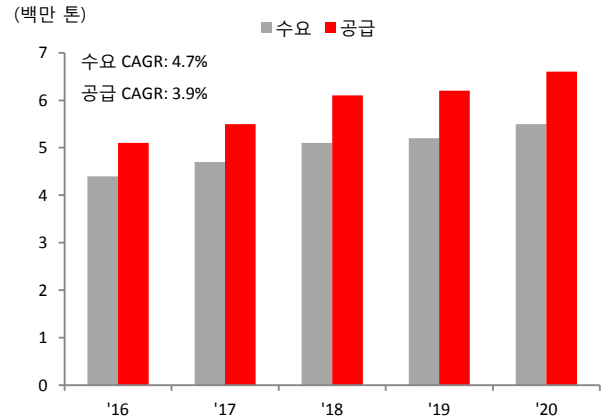
자료: Platts, Cischem, 하이투자증권

<그림 7> 아시아 및 중동 PP 수급전망



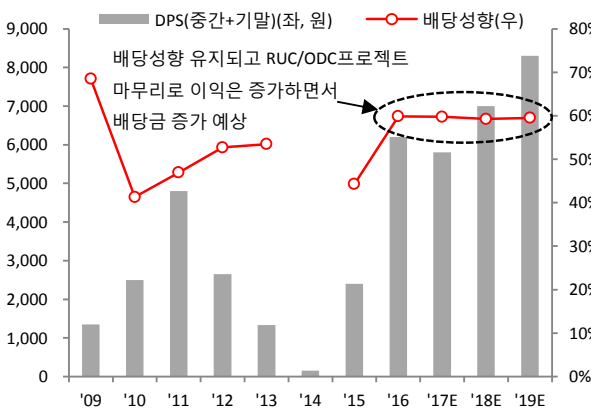
자료: IHS, S-Oil 재인용, 하이투자증권

<그림 8> 아시아 및 중동 PO 수급전망



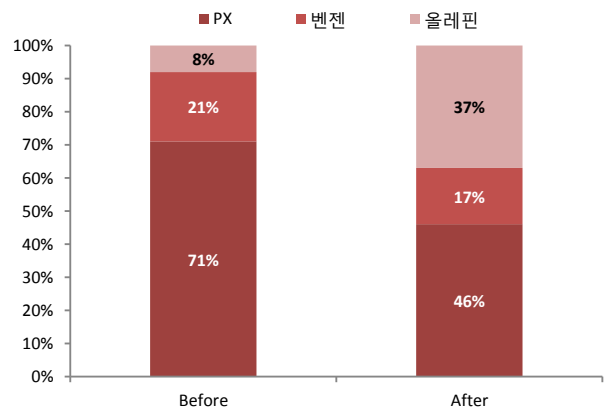
자료: IHS, S-Oil 재인용, 하이투자증권

<그림 9> DPS(중간+기말)와 배당성향 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<그림 10> RUC/ODC 프로젝트로 석유화학 제품 다변화



자료: S-Oil, 하이투자증권

<그림 9> S-oil PBR 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	7,974	5,735	5,714	6,154
현금 및 현금성자산	767	1,187	1,075	1,203
단기금융자산	3,446	517	310	357
매출채권	1,326	1,469	1,566	1,681
재고자산	2,423	2,550	2,751	2,901
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	14,571	15,617	15,902
유동부채	4,833	5,244	5,522	5,577
매입채무	1,141	1,426	1,563	1,609
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	7,717	8,196	7,816
지배주주지분	6,392	6,854	7,421	8,086
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,745	5,201	5,763	6,422
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	6,392	6,854	7,421	8,086

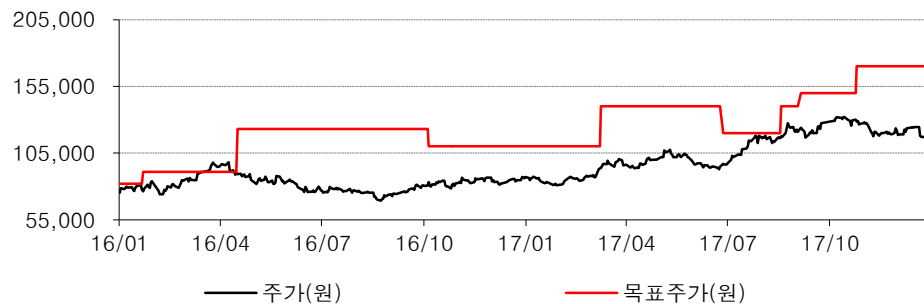
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	16,322	20,399	22,370	23,027
증가율(%)	-8.8	25.0	9.7	2.9
매출원가	14,021	18,190	19,625	19,928
매출총이익	2,301	2,209	2,745	3,099
판매비와관리비	684	717	813	848
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,617	1,492	1,932	2,251
증가율(%)	97.8	-7.7	29.5	16.5
영업이익률(%)	9.9	7.3	8.6	9.8
이자수익	55	24	19	23
이자비용	56	94	99	91
지분법이익(손실)	7	7	7	7
기타영업외손익	11	69	-8	-8
세전계속사업이익	1,575	1,509	1,836	2,168
법인세비용	370	377	459	542
세전계속이익률(%)	9.7	7.4	8.2	9.4
당기순이익	1,205	1,132	1,377	1,626
순이익률(%)	7.4	5.5	6.2	7.1
지배주주귀속 순이익	1,205	1,132	1,377	1,626
기타포괄이익	6	6	6	6
총포괄이익	1,211	1,138	1,383	1,632
지배주주귀속총포괄이익	1,211	1,138	1,383	1,632

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,722	1,641	1,754	2,172
당기순이익	1,205	1,132	1,377	1,626
유형자산감가상각비	278	336	732	886
무형자산상각비	8	10	8	7
지분법관련손실(이익)	7	7	7	7
투자활동 현금흐름	-1,967	-263	-1,595	-778
유형자산의 처분(취득)	-1,056	-3,190	-1,800	-730
무형자산의 처분(취득)	11	-	-	-
금융상품의 증감	1,486	-2,509	-319	175
재무활동 현금흐름	811	-983	-476	-1,400
단기금융부채의증감	558	-	-	-150
장기금융부채의증감	-261	200	-435	-380
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-210	-722	-676	-815
현금및현금성자산의증감	566	420	-112	128
기초현금및현금성자산	201	767	1,187	1,075
기말현금및현금성자산	767	1,187	1,075	1,203

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	10,337	9,706	11,810	13,943
BPS	54,814	58,776	63,644	69,347
CFPS	12,796	12,666	18,155	21,595
DPS	6,200	5,800	7,000	8,300
Valuation(배)				
PER	8.2	11.6	9.6	8.1
PBR	1.5	1.9	1.8	1.6
PCR	6.6	8.9	6.2	5.2
EV/EBITDA	5.4	8.6	6.1	5.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	20.5	17.1	19.3	21.0
EBITDA 이익률	11.7	9.0	11.9	13.7
부채비율	118.4	112.6	110.4	96.7
순부채비율	7.8	40.0	44.0	31.0
매출채권회전율(x)	12.6	14.6	14.7	14.2
재고자산회전율(x)	8.1	8.2	8.4	8.1

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	-12.5%	-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 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-