

2017/08/24

# S-Oil(010950)

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

## 비수기에도 강세를 보이는 정제마진

### ■ 비수기에도 강세를 보이는 정제마진

정제마진이 비수기인 8월에도 \$7~8/bbl로 강세를 보이고 있다. 정제설비 증가는 제한적이었던 반면 석유제품 수요는 꾸준히 증가했기 때문이다. 과거 4년간 정제설비 증가분이 원유 수요 증가분을 하회하면서 미국을 비롯한 글로벌 정제설비의 가동률이 상승했다. 가동률이 높아지면서 정제설비의 트러블 발생도 잦아지고 있다. 지난 8월 초에는 Shell의 네덜란드 정제설비가 가동을 중단했으며 지난 8월 18일에는 역시 Shell과 Deer Park의 미국 JV정제설비가 2주간 가동 중단에 들어갔다. 정제 설비의 잦은 고장으로 수급이 타이트해지면서 비수기인 8월에도 정제마진이 강세를 보이고 있다.

### ■ 정제설비 부족 현상은 향후 3년간 이어질 것

미국 정유업체 Valero의 전망에 따르면 향후 3년간 글로벌 원유수요는 연간 135만b/d 늘어나는 반면 정제설비는 수요량의 절반인 연간 60만b/d 증가하는 수준에 그칠 것으로 전망된다. 이에 따라 석유제품의 타이트한 수급상황이 이어질 것으로 판단하며 정제 마진 또한 강세를 나타낼 것으로 예상된다.

### ■ 3Q17 영업이익 대폭 개선 예상

동사의 3Q17 실적은 매출액 45,326억원(YoY +9.5%), 영업이익 4,373억원(YoY +276.4%)으로 전 분기대비 대폭 개선될 것으로 예상된다. 이는 1)비수기임에도 설비 트러블로 정제마진이 강세를 나타내고 있고, 2)정기보수를 마친 PTA설비가 재가동되면서 PX마진도 강세를 보이고 있기 때문이다. 이에 따라 동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 140,000원으로 상향 조정한다. 목표주가 140,000원은 12개월 선행 BPS 61,480원에 Target PBR 2.3배를 적용하여 산출하였다. RUC/ODC프로젝트가 완료되는 2018년부터는 동사의 ROE가 20% 내외를 시현할 것으로 예상되기 때문에 PBR 2.3배 적용에는 무리가 없다는 판단이다.

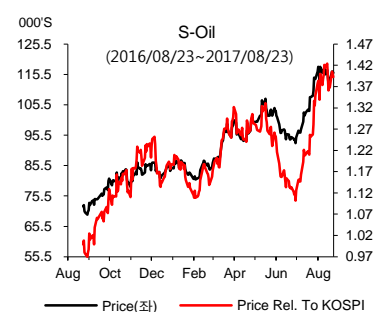
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	140,000원
종가 (2017/08/23)	116,000원

#### Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,660만주
시가총액	13,437십억원
외국인지분율	78.3%
배당금(2016)	6,200원
EPS(2017E)	8,481원
BPS(2017E)	58,349원
ROE(2017E)	15.0%
52주 주가	69,400~118,000원
60일평균거래량	307,901주
60일평균거래대금	32.0십억원

#### Price Trend



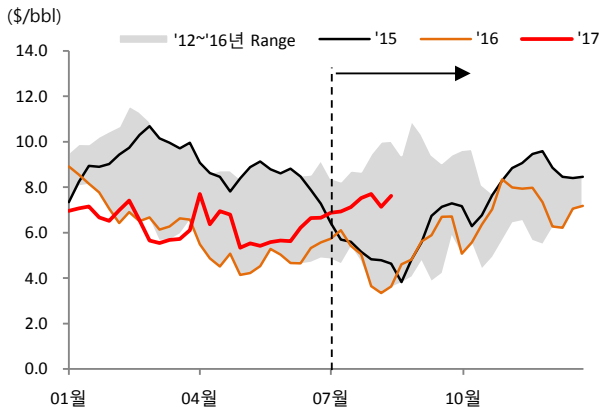
&lt;표 1&gt; S-Oil 부문별 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출</b>	<b>3,428.4</b>	<b>4,198.4</b>	<b>4,137.9</b>	<b>4,557.1</b>	<b>5,200.1</b>	<b>4,665.1</b>	<b>4,532.6</b>	<b>4,604.4</b>	<b>16,321.8</b>	<b>19,002.1</b>	<b>19,773.2</b>
QoQ	-13.1%	22.5%	-1.4%	10.1%	14.1%	-10.3%	-2.8%	1.6%	-	-	-
YoY	-21.6%	-18.4%	-6.5%	15.4%	51.7%	11.1%	9.5%	1.0%	-8.8%	16.4%	4.1%
<b>정유</b>	<b>2,467.0</b>	<b>3,215.3</b>	<b>3,187.4</b>	<b>3,594.5</b>	<b>4,044.0</b>	<b>3,698.6</b>	<b>3,518.4</b>	<b>3,553.6</b>	<b>14,992.8</b>	<b>15,973.8</b>	<b>16,436.3</b>
YoY	-28.8%	-20.8%	-8.6%	18.1%	63.9%	15.0%	10.4%	-1.1%	1.2%	6.5%	2.9%
<b>석유화학</b>	<b>636.0</b>	<b>637.3</b>	<b>628.6</b>	<b>642.1</b>	<b>771.4</b>	<b>560.6</b>	<b>642.5</b>	<b>682.1</b>	<b>2,544.0</b>	<b>2,656.6</b>	<b>3,284.2</b>
YoY	19.6%	-10.3%	3.0%	-0.3%	21.3%	-12.0%	2.2%	6.2%	1.9%	4.4%	23.6%
<b>유탄기유</b>	<b>325.4</b>	<b>345.8</b>	<b>321.9</b>	<b>320.5</b>	<b>384.7</b>	<b>405.9</b>	<b>371.7</b>	<b>368.6</b>	<b>1,313.6</b>	<b>1,530.9</b>	<b>1,496.2</b>
YoY	-13.9%	-7.4%	-2.2%	23.8%	18.2%	17.4%	15.5%	15.0%	-1.9%	16.5%	-2.3%
<b>영업이익</b>	<b>491.8</b>	<b>640.9</b>	<b>116.2</b>	<b>368.0</b>	<b>333.4</b>	<b>117.3</b>	<b>437.3</b>	<b>432.5</b>	<b>1,616.9</b>	<b>1,320.6</b>	<b>1,917.4</b>
OPM	14.3%	15.3%	2.8%	8.1%	6.4%	2.5%	9.6%	9.4%	9.9%	6.9%	9.7%
QoQ	흑전	30.3%	-81.9%	216.7%	-9.4%	-64.8%	272.8%	-1.1%	-	-	-
YoY	106.5%	5.7%	620.1%	흑전	-32.2%	-81.7%	276.4%	17.5%	97.8%	-18.3%	45.2%
<b>정유</b>	<b>220.3</b>	<b>372.9</b>	<b>-123.4</b>	<b>229.3</b>	<b>109.7</b>	<b>-84.9</b>	<b>211.8</b>	<b>193.7</b>	<b>699.0</b>	<b>430.3</b>	<b>812.2</b>
OPM	8.9%	11.6%	-3.9%	6.4%	2.7%	-2.3%	6.0%	5.4%	4.7%	2.7%	4.9%
YoY	85.1%	-20.3%	적지	흑전	-50.2%	적전	흑전	-15.5%	151.5%	-38.4%	88.7%
<b>석유화학</b>	<b>144.1</b>	<b>139.9</b>	<b>142.2</b>	<b>79.7</b>	<b>139.6</b>	<b>72.8</b>	<b>104.7</b>	<b>119.6</b>	<b>505.9</b>	<b>436.6</b>	<b>627.0</b>
OPM	22.7%	22.0%	22.6%	12.4%	18.1%	13.0%	16.3%	17.5%	19.9%	16.4%	19.1%
YoY	212.5%	113.6%	61.6%	-8.4%	-3.1%	-48.0%	-26.4%	49.9%	76.5%	-13.7%	43.6%
<b>유탄기유</b>	<b>127.5</b>	<b>128.1</b>	<b>97.4</b>	<b>59.0</b>	<b>84.1</b>	<b>129.5</b>	<b>120.8</b>	<b>119.3</b>	<b>412.0</b>	<b>453.7</b>	<b>478.1</b>
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%	24.0%	102.2%	30.4%	10.1%	5.4%
<b>순이익</b>	<b>433.3</b>	<b>443.6</b>	<b>171.8</b>	<b>156.7</b>	<b>393.9</b>	<b>66.9</b>	<b>274.2</b>	<b>253.8</b>	<b>1,205.4</b>	<b>988.9</b>	<b>1,367.3</b>
NPM	12.6%	10.6%	4.2%	3.4%	7.6%	1.4%	6.0%	5.5%	7.4%	5.2%	6.9%
YoY	105.1%	3.4%	흑전	344.1%	-9.1%	-84.9%	59.6%	62.0%	90.9%	-18.0%	38.3%

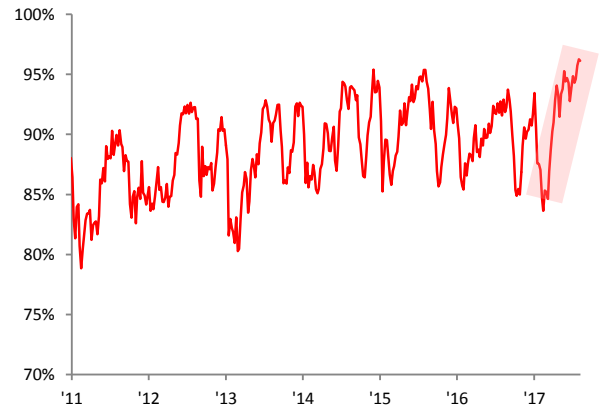
자료: 하이투자증권

<그림 1> 복합정제마진 추이



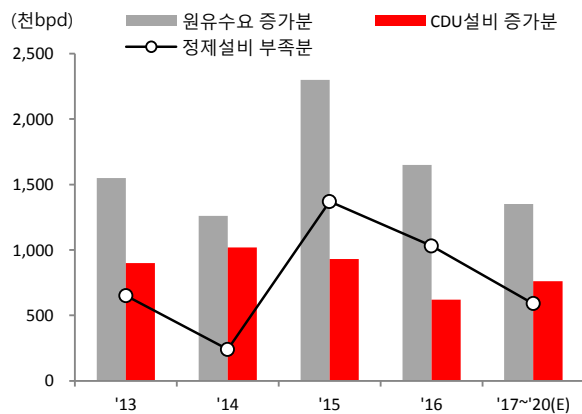
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 2> 미국 정제설비 가동률 추이



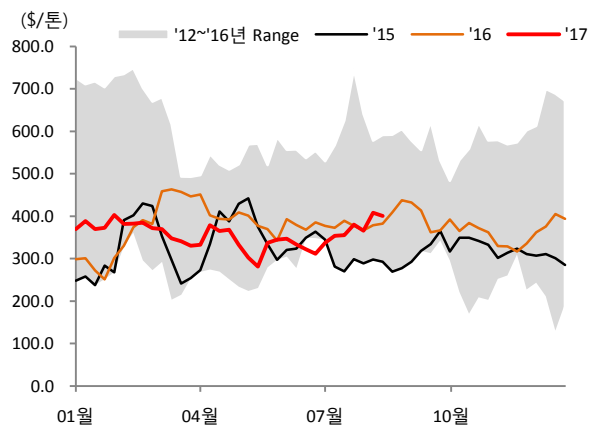
자료: EIA, 하이투자증권

<그림 3> 글로벌 원유수요/정제설비 증가분 추이 및 전망



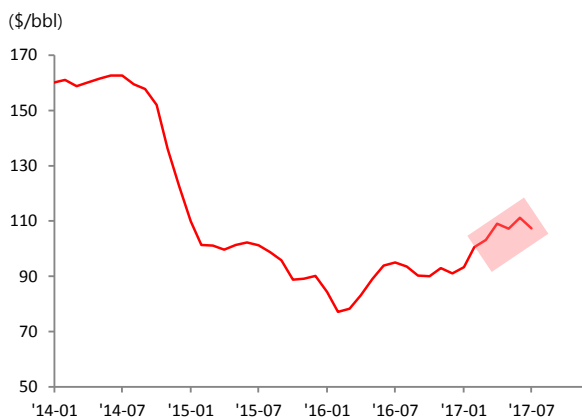
자료: Valero, 하이투자증권

<그림 4> PX 가격 및 스프레드 추이



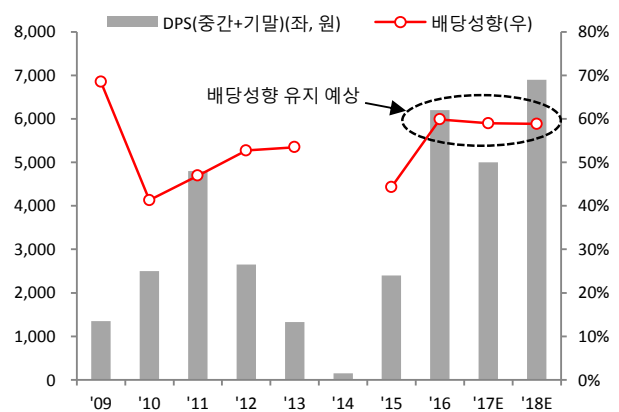
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 5> 윤활기유 수출단가 추이



자료: KITA, 하이투자증권

<그림 6> DPS(중간+기말)와 배당성향 추이 및 전망



자료: Quantwise, 하이투자증권

&lt;그림 7&gt; S-oil PBR 밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권

&lt;표 2&gt; S-oil 목표주가 산정

ROE	19.3%	2018년 예상 ROE
COE	8.6%	-
Risk Free Rate	2.0%	-
Beta	0.8	52주 beta
Risk Premium	8.1%	-
적정 PBR (a)	2.3	-
2017년 예상 BPS(원) (b)	61,480	12M Fwd BPS
목표주가 산출 (a) * (b)	138,533	-
목표주가(원)	140,000	-

자료: Quantwise, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	7,974	5,487	5,485	6,095
현금 및 현금성자산	767	1,063	1,143	1,130
단기금융자산	3,446	517	336	336
매출채권	1,326	1,425	1,463	1,759
재고자산	2,423	2,470	2,531	2,858
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	14,323	15,388	15,843
유동부채	4,833	5,146	5,341	5,504
매입채무	1,141	1,328	1,382	1,537
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	7,520	8,015	7,743
지배주주지분	6,392	6,804	7,373	8,100
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,745	5,152	5,715	6,436
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	6,392	6,804	7,373	8,100

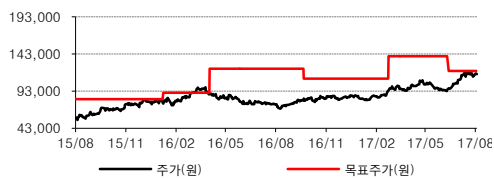
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	16,322	19,002	19,773	21,988
증가율(%)	-8.8	16.4	4.1	11.2
매출원가	14,021	16,988	17,137	18,833
매출총이익	2,301	2,015	2,637	3,155
판매비와관리비	684	693	719	805
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,617	1,321	1,917	2,350
증가율(%)	97.8	-18.3	45.1	22.6
영업이익률(%)	9.9	7.0	9.7	10.7
이자수익	55	22	21	22
이자비용	56	92	99	91
지분법이익(손실)	7	7	7	7
기타영업외손익	11	61	2	2
세전계속사업이익	1,575	1,318	1,823	2,265
법인세비용	370	330	456	566
세전계속이익률(%)	9.7	6.9	9.2	10.3
당기순이익	1,205	989	1,367	1,699
순이익률(%)	7.4	5.2	6.9	7.7
지배주주귀속 순이익	1,205	989	1,367	1,699
기타포괄이익	6	6	6	6
총포괄이익	1,211	995	1,373	1,705
지배주주귀속총포괄이익	1,211	995	1,373	1,705

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,722	1,652	1,861	1,964
당기순이익	1,205	989	1,367	1,699
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	-2,633	-101	-13
재무활동 현금흐름	811	-1,083	-283	-1,389
단기금융부채의증감	558	-	-	-150
장기금융부채의증감	-361	300	-435	-380
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-210	-722	-583	-804
현금및현금성자산의증감	566	296	80	-13
기초현금및현금성자산	201	767	1,063	1,143
기말현금및현금성자산	767	1,063	1,143	1,130

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	10,337	8,481	11,726	14,569
BPS	54,814	58,349	63,233	69,462
CFPS	12,796	11,441	18,071	22,220
DPS	6,200	5,000	6,900	8,400
Valuation(배)				
PER	8.2	13.7	9.9	8.0
PBR	1.5	2.0	1.8	1.7
PCR	6.6	10.1	6.4	5.2
EV/EBITDA	5.4	9.7	6.2	4.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	20.5	15.0	19.3	22.0
EBITDA 이익률	11.7	8.8	13.4	14.7
부채비율	118.4	110.5	108.7	95.6
순부채비율	7.8	40.7	43.0	32.1
매출채권회전율(x)	12.6	13.8	13.7	13.6
재고자산회전율(x)	8.1	7.8	7.9	8.2

자료 : S-Oil, 하이투자증권 리서치센터

## 주가와 목표주가의 차이



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-08-24	Buy	140,000
2017-07-03	Buy	120,000
2017-03-15	Buy	140,000
2016-10-11(담당자변경)	Buy	110,000
2016-04-22	Buy	123,000
2016-01-28	Buy	91,000

## 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 %	-