

S-Oil(010950)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 142,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(7/26)	2,435
주가(7/26)	114,500
시가총액(십억원)	12,891
발행주식수(백만)	113
52주 최고/최저가(원)	114,500/69,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	28,044
유동주식비율/외국인지분율(%)	36.5/78.2
주요주주(%)	Aramco Overseas Company 63.5
	BV 외 9 인
	국민연금 6.1

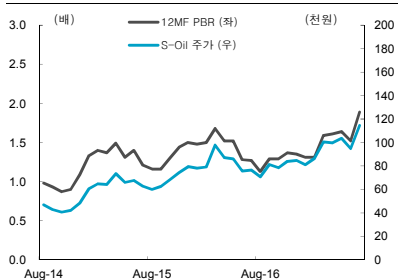
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	8.2	10.9	7.5
PBR(x)	1.5	1.9	1.7
ROE(%)	20.5	18.4	24.1
DY(%)	7.3	5.7	8.3
EV/EBITDA(x)	5.4	8.8	5.7
EPS(원)	10,353	10,483	15,344
BPS(원)	54,830	59,113	67,941

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	21.3	38.0	50.9
상대주가(%p)	19.4	21.1	30.8

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

본격적으로 부각될 배당 매력

What's new : 일회성 요인으로 어닝 쇼크

2분기 영업이익은 전분기 대비 65% 감소한 1,173억원으로 추정치와 컨센서스를 32%, 46% 하회했다. 2분기 어닝 쇼크는 유가 급락과 정기보수 영향 때문이다. S-Oil에 따르면 유가 하락으로 인한 이익 감소분은 1,580억원(재고평가손실 500억원, 원재료 래그 효과 1,080억원)이며, 모두 정유부문에서 발생했다. 2분기 정기보수로 인한 기회비용은 총 480억원(PX 설비 정기보수로 360억원, 정유부문에서 120억원)이다. 일회성 요인들을 제외할 경우, 2분기 영업이익은 3,230억원(-3% QoQ)에 달했을 것이다.

Positives : 긍정적 전망. 배당 확대 가능성 시사

S-Oil은 실적 컨퍼런스를 통해 주주친화적 배당정책을 재차 강조했다. 과거 배당성향은 40~60%였는데, 대규모 투자가 종료되면 향후 배당성향을 보다 더 높일 수도 있음을 밝혔다. S-Oil은 향후 3년간 아시아 정제마진이 개선될 것임을 자신했다. 전세계적으로 설비 가동률은 최대수준에 달했고, 추가 증설은 제한적이라는 이유에서다. 2018년 2분기 RUC/OCD 프로젝트가 완공되고, 정제마진 전망 또한 밝다는 점을 고려해 2017~2019년 배당성향 추정치를 기존 50%수준에서 60%로 상향한다. 현 주가 기준 올해와 내년 배당수익률은 각각 5.7% 8.3%다.

Negatives : 정유부문 실적 부진했으나, 향후 일회성 요인 모두 제거

두바이유가 2분기 고점 대비 배럴당 12달러 하락하며 래그 효과에 따른 손실이 예상보다 더 크게 발생했다. 정기보수로 인한 기회비용을 제외한 정유부문 영업손실은 추정치 대비 460억원 더 컸다(기존 영업손실 270억원 예상). 그러나 부진했던 2분기를 뒤로하고, 3분기 V자 실적 반등 가능성에 주목할 때다. 3분기 현재까지의 분기평균을 볼 때, 1개월 후 행 기준 정제마진은 이미 전분기 대비 69%나 개선됐다. 3분기 현재까지 평균 spot 정제마진 또한 타이트한 수급에 힘입어 배럴당 7.3달러(+42% YoY)까지 회복됐다.

결론: 목표주가 15% 상향

2분기 부진한 실적을 반영해 2017년 연간 영업이익 추정치를 1.7% 하향한다. 반면, 목표주가를 15% 올린 142,000원으로 상향한다. 목표 PBR에 배당 프리미엄 30%(2000~2016년 프리미엄 평균)을 적용했다. 2017년 ROE를 18.4%로 가정할 때, 글로벌 피어 ROE-PBR 분석 기준 S-Oil의 적정 PBR은 1.84배다. 여기에 배당 프리미엄을 30% 적용해, 목표 PBR을 2.4배로 적용했다. S-Oil에 대한 매수를 추천한다. 1) 향후 타이트한 수급에 힘입어 아시아 정제마진이 개선되고, 2) 설비 업그레이드 완료로 인한 긍정적 효과가 나타날 것이며, 3) 무엇보다 주당배당금의 구조적 확대 가능성이 크기 때문이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	5,039	4,665	(7.4)	4,687	(10.3)	11.1	19,950	19,878
영업이익	173	117	(32.4)	217	(64.8)	(81.7)	1,431	1,352
영업이익률	3.4	2.5	(0.9)	4.6	(3.9)	(12.8)	7.2	6.8
세전이익	158	71	(54.9)	205	(86.3)	(87.9)	1,587	1,441
순이익	120	67	(44.4)	144	(83.0)	(84.9)	1,221	1,093

이도연 3276-6162
daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜 3276-6233
chohye.jeong@truefriend.com

<표 1> S-Oil: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	3,428	4,198	4,138	4,557	5,200	4,665	4,996	5,088	16,322	19,950	20,374
영업이익	492	641	116	368	333	117	455	525	1,617	1,431	2,175
영업이익률 (%)	14.3	15.3	2.8	8.1	6.4	2.5	9.1	10.3	9.9	7.2	10.7
순이익	433	444	172	157	394	67	353	408	1,205	1,221	1,788
증가율 (% YoY)											
매출액	(21.6)	(18.4)	(6.5)	15.4	51.7	11.1	20.7	11.7	(8.8)	22.2	2.1
영업이익	106.5	5.7	620.1	NM	(32.2)	(81.7)	291.8	42.7	97.8	(11.5)	52.0
순이익	105.1	3.4	NM	344.1	(9.1)	(84.9)	105.3	160.2	90.9	1.3	46.4
증가율 (% QoQ)											
매출액	(13.1)	22.5	(1.4)	10.1	14.1	(10.3)	7.1	1.8			
영업이익	NM	30.3	(81.9)	216.7	(9.4)	(64.8)	288.1	15.4			
순이익	1,128.2	2.4	(61.3)	(8.8)	151.4	(83.0)	427.4	15.5			
컨센서스 추정 영업이익							369	435		1,352	1,711
차이 (%)							23.3	20.7		5.8	27.1
KIS 추정 영업이익 변화 (%)							4.9	1.9		(1.7)	0.3

자료: 한국투자증권

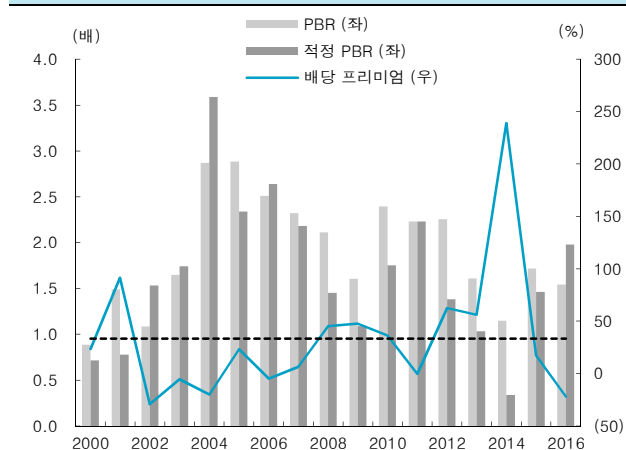
<표 2> S-Oil: 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	3,428	4,198	4,138	4,557	5,200	4,665	4,996	5,088	16,322	19,950	20,374
정유	2,467	3,215	3,187	3,595	4,044	3,699	3,880	3,950	12,464	15,573	15,811
운환기유	325	346	322	321	385	406	403	411	1,314	1,604	1,642
석유화학	636	637	629	642	771	561	714	728	2,544	2,773	2,921
영업이익	492	641	116	368.0	333	117	455	525	1,617	1,431	2,175
정유	220	373	(123)	229.3	110	(85)	184	281	699	490	1,230
운환기유	127	128	97	59.0	84	129	148	125	412	487	478
석유화학	144	140	142	79.7	140	73	123	119	506	454	467
영업이익률 (%)	14.3	15.3	2.8	8.1	6.4	2.5	9.1	10.3	9.9	7.2	10.7
정유	8.9	11.6	(3.9)	6.4	2.7	(2.3)	4.7	7.1	5.6	3.1	7.8
운환기유	39.2	37.0	30.3	18.4	21.9	31.9	36.8	30.4	31.4	30.4	29.1
석유화학	22.6	22.0	22.6	12.4	18.1	13.0	17.2	16.4	19.9	16.4	16.0

자료: 한국투자증권

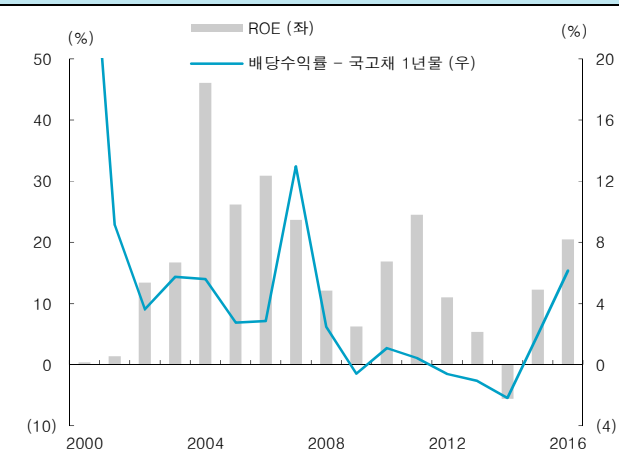
[그림 1] 역사적 주가는 적정 PBR 대비 평균 30% 프리미엄에서 거래



주: 점선은 평균 배당프리미엄인 33%를 의미

자료: 한국투자증권

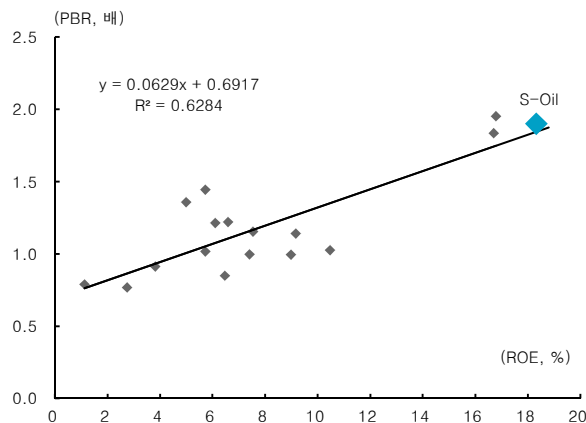
[그림 2] 높은 배당 프리미엄 부각될 것



주: 연평균 주가 기준 배당수익률과 국고채 1년물 금리간 차이를 계산

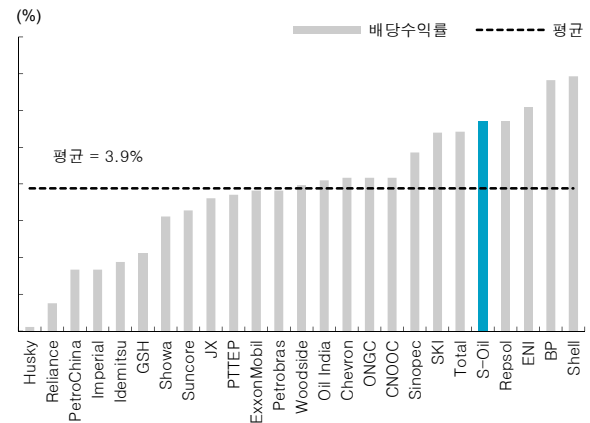
자료: 한국투자증권

[그림 3] Global peers: ROE - PBR 분석 (2017F)



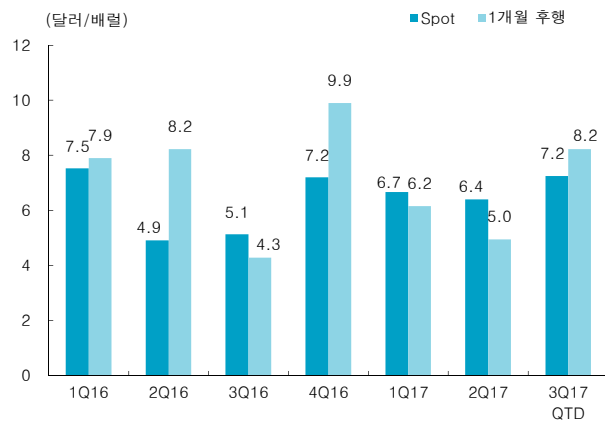
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 4] Global peers: 배당수익률 비교



자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 5] 분기별 정제마진: Spot vs. 1개월 후행



자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 6] 1개월 후행 정제마진 추이



자료: 페트로넷, 한국투자증권

〈표 3〉 동종업체 밸류에이션

국내	시가총액 (백만달러)	PE (x)			EPS Growth (%)			PB (x)			ROE (%)			배당수익률(%)		
		2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F
SK이노베이션	14,659	8.2	6.0	5.4	105.1	64.2	12.2	0.8	0.9	0.8	10.1	15.6	16.1	4.4	5.4	6.0
S-Oil	11,513	8.2	10.9	7.5	90.9	1.3	46.4	1.5	1.9	1.7	20.5	18.4	24.1	7.3	5.7	8.3
GS	6,216	6.4	5.4	4.6	63.7	63.1	16.9	0.7	0.9	0.7	12.1	17.4	17.4	3.0	2.1	2.1
평균		7.6	7.4	5.8	86.6	42.9	25.2	1.0	1.2	1.1	14.2	17.1	19.2	4.9	4.4	5.5
해외																
Exxon Mobil	340,125	38.2	22.7	20.3	(51.2)	88.5	11.7	2.2	1.9	1.9	4.6	8.6	9.2	3.8	3.8	3.9
Petrochina	209,992	129.3	24.5	17.1	(78.9)	347.5	43.0	0.8	0.7	0.7	0.7	2.7	3.9	1.3	1.7	2.4
BP	115,651	1,031.3	20.2	15.2	NM	4654.1	32.4	1.3	1.2	1.2	0.1	6.1	8.1	7.0	6.8	6.8
Sinopec	106,578	12.8	12.2	11.2	43.1	11.2	9.3	0.8	0.9	0.8	6.7	7.4	7.8	4.8	4.8	5.2
Petrobras	55,639	NA	10.1	8.2	NM	NM	24.1	0.8	0.6	0.6	(5.9)	5.7	6.7	NA	3.8	3.5
CNOOC	50,364	868.1	15.8	12.0	(97.8)	4730.0	31.9	1.0	0.9	0.9	0.2	5.7	7.2	4.0	4.2	4.6
Reliance	82,087	10.4	17.1	18.1	26.0	(5.6)	(5.6)	1.3	1.9	1.8	13.2	11.2	9.8	NA	0.7	0.8
ONGC	32,676	13.0	10.1	8.7	(23.0)	48.0	15.6	1.0	1.0	0.9	7.7	10.5	11.2	4.5	4.2	4.4
Repsol	24,894	13.8	10.6	10.1	NM	14.2	4.3	0.6	0.7	0.6	5.8	6.3	6.3	0.0	0.0	5.8
PTTEP	10,340	37.9	13.3	12.1	NM	137.9	9.7	1.0	0.8	0.8	2.9	6.5	6.9	3.7	3.7	3.9
Thai Oil	5,207	6.9	10.1	10.4	74.2	(18.3)	(3.3)	1.4	1.5	1.4	21.3	15.4	13.9	5.3	4.5	4.3
Tonen	15,277	NA	8.5	7.8	NM	NM	7.9	0.7	0.8	0.7	(15.5)	10.3	9.9	3.2	3.3	3.6
IRPC	3,294	10.0	10.8	9.5	4.3	3.8	14.5	1.2	1.3	1.2	12.4	12.2	13.1	4.3	4.0	4.8
평균		197.4	14.3	12.4	(12.9)	910.1	15.0	1.1	1.1	1.0	4.2	8.4	8.8	3.8	3.5	4.2

주: 2017년 7월 26일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	5,690	7,974	8,822	8,669	9,825
현금성자산	201	767	1,550	1,468	2,674
매출채권및기타채권	1,273	1,326	1,176	1,164	1,167
채고자산	1,599	2,423	2,171	2,118	2,064
비유동자산	5,106	5,985	8,232	9,256	8,953
투자자산	134	123	117	117	117
유형자산	4,731	5,711	7,976	9,004	8,704
무형자산	47	54	50	46	43
자산총계	10,796	13,959	17,054	17,925	18,778
유동부채	3,222	4,833	5,224	5,065	4,910
매입채무및기타채무	1,506	2,169	2,230	2,176	2,120
단기차입금및단기사채	1,582	1,789	2,431	2,331	2,231
유동성장기부채	5	357	0	0	0
비유동부채	2,183	2,735	4,939	4,939	4,939
사채	1,622	1,971	2,370	2,370	2,370
장기차입금및금융부채	385	592	2,189	2,189	2,189
부채총계	5,406	7,567	10,163	10,004	9,849
지배주주지분	5,390	6,392	6,891	7,920	8,929
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	3,743	4,745	5,245	6,274	7,282
비지배주주지분	0	0	(0)	(0)	(0)
자본총계	5,390	6,392	6,891	7,920	8,929

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	2,476	1,722	1,907	2,248	2,788
당기순이익	631	1,205	1,221	1,788	2,118
유형자산감가상각비	264	278	284	452	678
무형자산상각비	9	8	9	8	8
자산부채변동	1,472	(188)	403	12	(5)
기타	100	419	(10)	(12)	(11)
투자활동현금흐름	(2,802)	(1,967)	(2,683)	(1,472)	(372)
유형자산투자	(654)	(1,064)	(2,549)	(1,479)	(379)
유형자산매각	3	7	0	0	0
투자자산순증	(2,003)	(913)	17	12	12
무형자산순증	(3)	(7)	(5)	(5)	(5)
기타	(145)	10	(146)	0	0
재무활동현금흐름	(184)	811	1,559	(858)	(1,210)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(56)	1,021	2,281	(100)	(100)
배당금지급	(128)	(210)	(722)	(758)	(1,110)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(510)	566	783	(82)	1,206

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

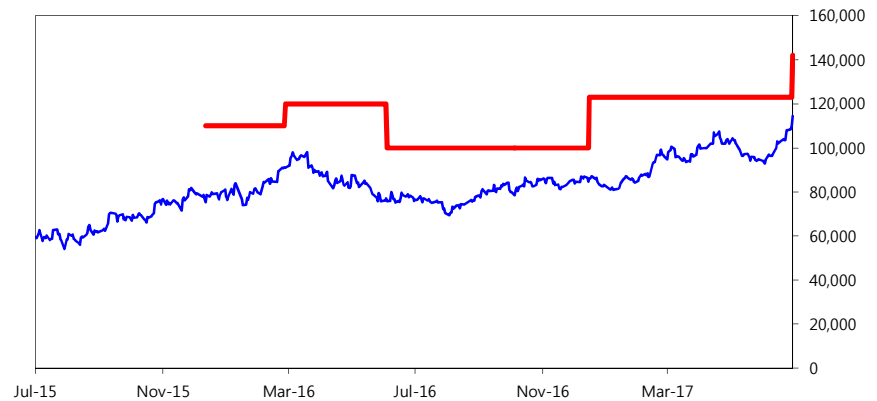
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	17,890	16,322	19,950	20,374	20,194
매출원가	16,439	14,021	17,808	17,470	16,774
매출총이익	1,451	2,301	2,142	2,904	3,421
판매관리비	634	684	711	729	730
영업이익	818	1,617	1,431	2,175	2,691
금융수익	146	185	266	254	169
이자수익	35	55	99	116	169
금융비용	253	245	135	99	97
이자비용	36	56	80	98	97
기타영업외손익	93	11	14	0	0
관계기업관련손익	10	7	11	12	12
세전계속사업이익	813	1,575	1,587	2,342	2,775
법인세비용	181	370	366	554	657
연결당기순이익	631	1,205	1,221	1,788	2,118
지배주주지분순이익	631	1,205	1,221	1,788	2,118
기타포괄이익	(22)	6	0	0	0
총포괄이익	609	1,211	1,221	1,788	2,118
지배주주지분포괄이익	609	1,211	1,221	1,788	2,118
EBITDA	1,091	1,904	1,724	2,635	3,377

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	5,422	10,353	10,483	15,344	18,185
BPS	46,240	54,830	59,113	67,941	76,588
DPS	2,400	6,200	6,511	9,536	11,337
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(37.4)	(8.8)	22.2	2.1	(0.9)
영업이익증가율	NM	97.8	(11.5)	52.0	23.7
순이익증가율	NM	90.9	1.3	46.4	18.5
EPS증가율	NM	90.9	1.3	46.4	18.5
EBITDA증가율	2,081.6	74.5	(9.4)	52.9	28.2
수익성(%)					
영업이익률	4.6	9.9	7.2	10.7	13.3
순이익률	3.5	7.4	6.1	8.8	10.5
EBITDA Margin	6.1	11.7	8.6	12.9	16.7
ROA	6.0	9.7	7.9	10.2	11.5
ROE	12.3	20.5	18.4	24.1	25.1
배당수익률	3.0	7.3	5.7	8.3	9.9
배당성향	44.3	59.9	62.1	62.1	62.3
안정성					
순차입금(십억원)	879	547	1,841	1,823	517
차입금/자본총계비율(%)	66.9	74.5	101.4	87.0	76.1
Valuation(X)					
PER	14.6	8.2	10.9	7.5	6.3
PBR	1.7	1.5	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.2	5.4	8.8	5.7	4.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
S-Oil(010950)	2015.09.09	중립	-
	2016.01.07	매수	110,000 원
	2016.03.24	매수	120,000 원
	2016.06.30	매수	100,000 원
	2017.01.11	매수	123,000 원
	2017.07.26	매수	142,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 26일 현재 S-Oil 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 S-Oil 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.