

S-Oil(010950)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 142,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(10/30)	2,502
주가(10/30)	130,000
시가총액(십억원)	14,636
발행주식수(백만)	113
52주 최고/최저가(원)	132,000/78,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	32,397
유동주식비율/외국인지분율(%)	36.5/78.0
주요주주(%)	Aramco Overseas Company 63.5
	BV 외 9 인
	국민연금 6.1

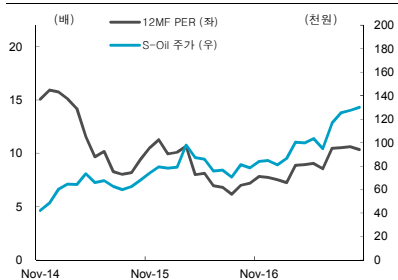
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	8.2	12.2	8.7
PBR(x)	1.5	2.2	2.0
ROE(%)	20.5	18.7	24.0
DY(%)	7.3	5.4	7.6
EV/EBITDA(x)	5.4	9.8	6.7
EPS(원)	10,353	10,636	15,007
BPS(원)	54,830	58,566	66,612

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.0	30.4	62.5
상대주가(%p)	(2.5)	16.9	38.6

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

3분기 양호한 실적, 내년은 더 좋다

What's new: 영업이익 전분기 대비 372% 증가

3분기 영업이익은 전분기 대비 372% 늘어난 5,532억원으로 추정치와 컨센서스에 대체로 부합했다. 정유 사업부가 흑자전환하며 이익이 확대됐고, 화학사업부는 기저효과로 전분기 대비 이익이 늘어나 전사 실적이 크게 개선됐다. 그러나 윤활기유 영업이익이 전분기 대비 줄었던 탓에 전사 영업이익은 추정치를 3% 가량 하회했다. 순이익은 150억원의 환손실 영향으로 추정치를 하회했다. 3분기 실적을 반영해 2017년 순이익 추정치를 5% 하향 조정했다.

Positives: 정유사업부 흑자 전환

정유부문은 전분기 영업적자에서 3분기 흑자로 전환해 추정치를 5% 상회했다. CDU 가동률이 전분기 대비 5% 상승한 101.3%에 달하며 기대 이상의 실적을 이끌었다. 반면, 3분기 재고평가이익은 기존 추정치(보수적 가정)인 470억원을 하회했다. 우리는 3분기 재고평가에 반영된 기준 유가가 배럴당 52달러였던 것으로 추정하며, 현 두바이유 가격이 배럴당 57달러라는 점을 감안할 때 4분기 추가적인 upside가 남아있는 것으로 판단한다. 3분기 석유화학부문 영업이익은 전분기 대비 74% 늘었고, 추정치를 3% 상회했다. 2분기 정기보수에 따른 기저효과로 3분기 이익이 증가했다.

Negatives: 설비 기계적 결함으로 윤활기유 사업부 실적 둔화

윤활기유 부문 영업이익은 전분기 대비 30% 감소해 추정치를 29% 하회했다. 기유 설비의 예기치 못한 기계적 결함으로 3분기 가동률이 전분기 93% 대비 8%p 하락했기 때문이다.

결론: 내년에도 리레이팅 이어질 것

세가지 이유에서 S-Oil에 대한 매수를 추천한다. 첫째, spot 아시아 정제마진은 다가오는 겨울철 더욱 상승할 가능성이 높다. 석유제품 재고는 낮은 가운데, 겨울철 난방유 수요 증가는 이미 타이트한 석유제품 수급에 추가 압력으로 작용할 것이다. 둘째, 연말 배당수익률이 5%에 달할 전망이다. 마지막으로, 설비 업그레이드 작업이 마무리되고 아시아 정제마진이 상승해 내년 영업이익은 올해 대비 40% 이상 증가할 것이다. 올해 밸류에이션 기준 upside는 제한적으로 보일 수 있으나, 내년 upside는 충분한 것으로 판단된다. 내년 아시아 정제마진을 배럴당 8.5달러(비수기인 올해 3분기 평균 정제마진 7.5달러 대비 0.5달러 상승)로 가정하더라도, 내년 글로벌 피어 ROE-PBR 분석상 주당 적정 가치는 192,870원에 달할 것이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	4,812	5,212	8.3	4,925	11.7	26.0	20,296	19,824
영업이익	572	553	(3.3)	525	371.8	376.1	1,524	1,391
영업이익률	11.9	10.6	(1.3)	10.7	8.1	7.8	7.5	7.0
세전이익	582	527	(9.5)	531	641.1	132.1	1,615	1,476
순이익	445	399	(10.3)	400	495.8	132.1	1,239	1,131

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜

chohye.jeong@truefriend.com

<표 1> S-Oil: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	3,428	4,198	4,138	4,557	5,200	4,665	5,212	5,219	16,322	20,296	20,903
영업이익	492	641	116	368	333	117	553	521	1,617	1,524	2,198
영업이익률 (%)	14.3	15.3	2.8	8.1	6.4	2.5	10.6	10.0	9.9	7.5	10.5
순이익	433	444	172	157	394	67	398	381	1,205	1,239	1,748
증가율 (% YoY)											
매출액	(21.6)	(18.4)	(6.5)	15.4	51.7	11.1	26.0	14.5	(8.8)	24.4	3.0
영업이익	106.5	5.7	620.1	NM	(32.2)	(81.7)	376.1	41.4	97.8	(5.7)	44.2
순이익	105.1	3.4	NM	344.1	(9.1)	(84.9)	131.4	143.0	90.9	2.8	41.1
증가율 (% QoQ)											
매출액	(13.1)	22.5	(1.4)	10.1	14.1	(10.3)	11.7	0.1			
영업이익	NM	30.3	(81.9)	216.7	(9.4)	(64.8)	371.8	(5.9)			
순이익	1,128.2	2.4	(61.3)	(8.8)	151.4	(83.0)	494.1	(4.2)			
컨센서스 추정 영업이익							451			1,391	1,876
차이 (%)							15.3			9.6	17.1
KIS 추정 영업이익 변화 (%)							0.1			(1.2)	0.1

자료: 한국투자증권

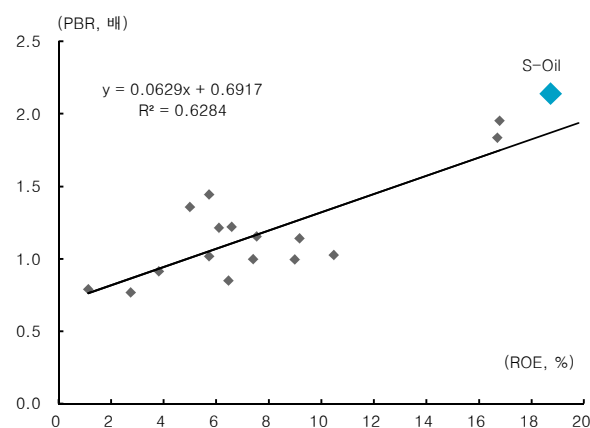
<표 2> S-Oil: 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	3,428	4,198	4,138	4,557	5,200	4,665	5,212	5,219	16,322	20,296	20,903
정유	2,467	3,215	3,187	3,595	4,044	3,699	4,107	4,098	12,464	15,948	16,403
운환기유	325	346	322	321	385	406	405	403	1,314	1,599	1,612
석유화학	636	637	629	642	771	561	700	718	2,544	2,750	2,888
영업이익	492	641	116	368	333	117	553	521	1,617	1,524	2,198
정유	220	373	(123)	229	110	(85)	336	284	699	646	1,234
운환기유	127	128	97	59	84	129	91	117	412	421	497
석유화학	144	140	142	80	140	73	126	119	506	458	467
영업이익률 (%)	14.3	15.3	2.8	8.1	6.4	2.5	10.6	10.0	9.9	7.5	10.5
정유	8.9	11.6	(3.9)	6.4	2.7	(2.3)	8.2	6.9	5.6	4.0	7.5
운환기유	39.2	37.0	30.3	18.4	21.9	31.9	22.3	29.1	31.4	26.3	30.8
석유화학	22.6	22.0	22.6	12.4	18.1	13.0	18.1	16.6	19.9	16.6	16.2

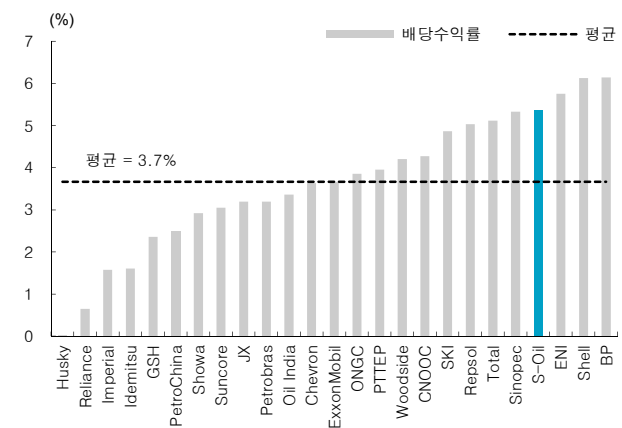
자료: 한국투자증권

[그림 1] Global peers: ROE - PBR 분석 (2017F)



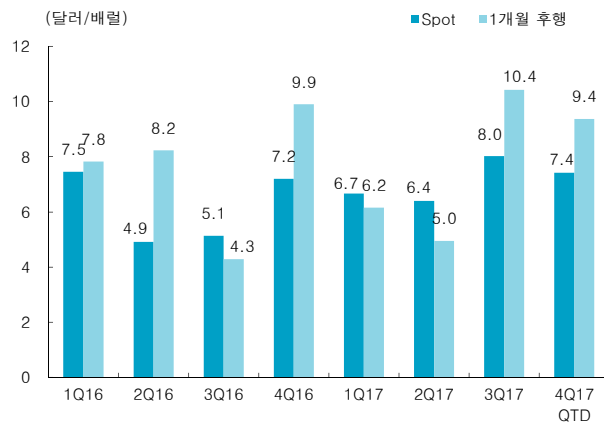
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 2] Global peers: 배당수익률 비교



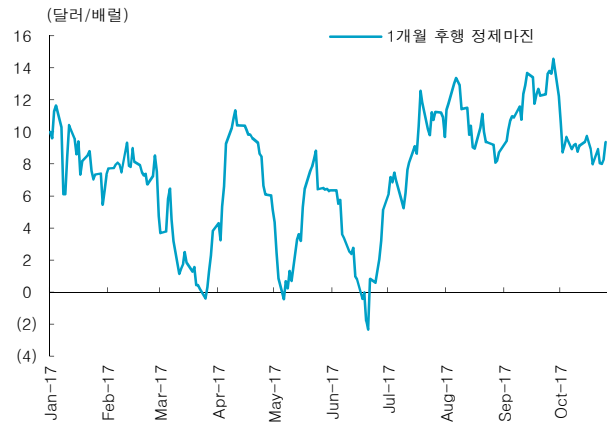
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 3] 분기별 정제마진: Spot vs. 1개월 후행



자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 4] 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	17,182	8.2	6.8	6.2	105.1	71.8	10.2	0.8	1.1	1.0	10.1	16.6	16.9	4.4	4.9	5.7
S-Oil	13,012	8.2	12.2	8.7	90.9	2.7	41.1	1.5	2.2	2.0	20.5	18.7	24.0	7.3	5.4	7.6
GS	5,601	6.4	5.5	4.8	63.7	44.2	14.9	0.7	0.8	0.7	12.1	15.6	15.6	3.0	2.4	2.4
평균		7.6	8.2	6.5	86.6	39.6	22.1	1.0	1.4	1.2	14.2	17.0	18.8	4.9	4.2	5.2
해외																
Exxon Mobil	354,688	38.2	23.7	21.0	(51.2)	87.5	13.1	2.2	2.0	2.0	4.6	8.7	9.4	3.6	3.7	3.8
Petrochina	216,017	129.3	29.7	20.9	(78.9)	265.0	41.8	0.8	0.7	0.6	0.7	2.4	2.9	2.5	2.7	2.5
BP	130,448	1,031.3	22.7	17.4	NM	4654.1	30.7	1.3	1.4	1.4	0.1	5.9	8.0	6.3	6.0	6.1
Sinopec	104,847	12.8	11.0	10.9	43.1	15.1	1.4	0.8	0.8	0.8	6.7	7.4	7.4	5.5	5.3	5.6
Petrobras	68,281	NA	14.9	10.6	NM	NM	40.5	0.8	0.7	0.7	(5.9)	4.6	5.9	NA	3.1	2.9
CNOOC	59,982	868.1	13.4	11.8	(97.8)	6560.0	13.7	1.0	1.0	1.0	0.2	7.5	7.9	4.1	4.3	4.4
Reliance	94,442	10.4	19.8	17.8	26.0	(5.6)	11.1	1.3	2.2	2.0	13.2	11.2	9.8	NA	0.6	0.8
ONGC	36,895	21.3	11.5	10.4	(53.2)	143.6	10.0	0.9	1.2	1.1	6.8	10.5	10.7	3.2	3.7	3.8
Repsol	28,038	13.8	11.2	11.5	NM	21.5	(2.1)	0.6	0.8	0.7	5.8	6.7	6.4	0.0	0.0	5.1
PTTEP	10,359	37.9	12.8	12.2	NM	145.7	4.7	1.0	0.9	0.8	2.9	6.0	6.9	4.6	3.8	3.9
Thai Oil	6,351	6.9	10.6	11.3	74.2	(5.8)	(6.6)	1.4	1.8	1.6	21.3	17.5	15.2	4.3	4.3	4.0
Tonen	17,958	NA	10.1	9.4	NM	NM	8.0	0.7	0.9	0.9	(15.5)	10.3	10.2	2.9	2.8	3.1
IRPC	3,934	10.0	13.2	10.7	4.3	1.0	23.1	1.2	1.5	1.4	12.4	12.0	13.6	3.6	3.5	4.4
평균		198.2	15.7	13.5	(16.7)	1080.2	14.6	1.1	1.2	1.2	4.1	8.5	8.8	3.7	3.4	3.9

주: 2017년 10월 30일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	5,690	7,974	8,023	8,056	8,756
현금성자산	201	767	848	961	1,716
매출채권및기타채권	1,273	1,326	1,414	1,400	1,403
채고자산	1,599	2,423	2,379	2,318	2,260
비유동자산	5,106	5,985	8,011	9,059	8,780
투자자산	134	123	119	119	119
유형자산	4,731	5,711	7,767	8,822	8,548
무형자산	47	54	47	40	34
자산총계	10,796	13,959	16,034	17,115	17,536
유동부채	3,222	4,833	4,577	4,419	4,282
매입채무및기타채무	1,506	2,169	2,134	2,080	2,027
단기차입금및단기사채	1,582	1,789	1,716	1,616	1,516
유동성장기부채	5	357	355	357	372
비유동부채	2,183	2,735	4,630	4,930	4,530
사채	1,622	1,971	2,371	2,171	1,971
장기차입금및금융부채	385	592	1,886	2,386	2,186
부채총계	5,406	7,567	9,207	9,349	8,813
지배주주지분	5,390	6,392	6,827	7,765	8,723
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	5,181	6,119	7,077
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,390	6,392	6,827	7,765	8,724

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	2,476	1,722	1,073	2,190	2,752
당기순이익	631	1,205	1,239	1,748	2,103
유형자산감가상각비	264	278	262	424	653
무형자산상각비	9	8	9	8	7
자산부채변동	1,472	(188)	(430)	22	2
기타	100	419	(7)	(12)	(13)
투자활동현금흐름	(2,802)	(1,967)	(1,807)	(1,468)	(368)
유형자산투자	(654)	(1,064)	(2,318)	(1,479)	(379)
유형자산매각	3	7	0	0	0
투자자산순증	(2,003)	(913)	11	12	12
무형자산순증	(3)	(7)	(2)	(1)	(1)
기타	(145)	10	502	0	0
재무활동현금흐름	(184)	811	815	(609)	(1,630)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(56)	1,021	1,618	201	(485)
배당금지급	(128)	(210)	(722)	(810)	(1,145)
기타	0	0	(81)	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(510)	566	81	113	755

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

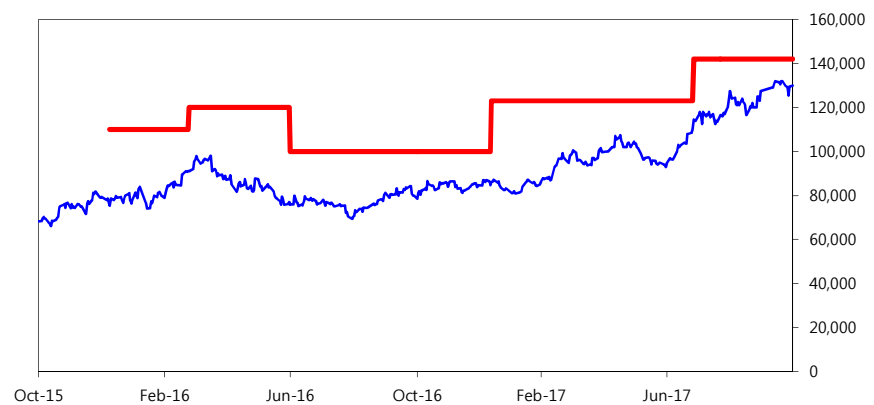
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	17,890	16,322	20,296	20,903	20,719
매출원가	16,439	14,021	18,054	17,964	17,271
매출총이익	1,451	2,301	2,243	2,939	3,448
판매관리비	634	684	718	741	742
영업이익	818	1,617	1,524	2,198	2,706
금융수익	146	185	123	192	119
이자수익	35	55	55	59	119
금융비용	253	245	97	81	82
이자비용	36	56	67	80	82
기타영업외손익	93	11	57	(30)	0
관계기업관련손익	10	7	7	12	12
세전계속사업이익	813	1,575	1,615	2,290	2,755
법인세비용	181	370	376	542	652
연결당기순이익	631	1,205	1,239	1,748	2,103
지배주주지분순이익	631	1,205	1,239	1,748	2,103
기타포괄이익	(22)	6	0	0	0
총포괄이익	609	1,211	1,239	1,748	2,103
지배주주지분포괄이익	609	1,211	1,239	1,748	2,103
EBITDA	1,091	1,904	1,795	2,629	3,365

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	5,422	10,353	10,636	15,007	18,053
BPS	46,240	54,830	58,566	66,612	74,828
DPS	2,400	6,200	6,957	9,833	11,835
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(37.4)	(8.8)	24.4	3.0	(0.9)
영업이익증가율	NM	97.8	(5.7)	44.2	23.1
순이익증가율	NM	90.9	2.8	41.1	20.3
EPS증가율	NM	90.9	2.7	41.1	20.3
EBITDA증가율	2,081.6	74.5	(5.7)	46.5	28.0
수익성(%)					
영업이익률	4.6	9.9	7.5	10.5	13.1
순이익률	3.5	7.4	6.1	8.4	10.1
EBITDA Margin	6.1	11.7	8.8	12.6	16.2
ROA	6.0	9.7	8.3	10.5	12.1
ROE	12.3	20.5	18.7	24.0	25.5
배당수익률	3.0	7.3	5.4	7.6	9.1
배당성향	44.3	59.9	65.4	65.5	65.5
안정성					
순차입금(십억원)	879	547	2,517	2,605	1,365
차입금/자본총계비율(%)	66.9	74.5	92.7	84.1	69.3
Valuation(X)					
PER	14.6	8.2	12.2	8.7	7.2
PBR	1.7	1.5	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	9.2	5.4	9.8	6.7	4.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
S-Oil(010950)	2015.10.19	중립	-	-	-
	2016.01.07	매수	110,000원	-26.0	-17.1
	2016.03.24	매수	120,000원	-27.9	-18.3
	2016.06.30	매수	100,000원	-20.1	-13.0
	2017.01.11	매수	123,000원	-22.9	-10.6
	2017.07.26	매수	142,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 10월 30일 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 배주자는 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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.