

S-Oil

BUY(유지)

010950 기업분석 | 정유

목표주가(유지)	160,000원	현재주가(08/23)	119,000원	Up/Downside	+34.5%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 08. 24

5년 뒤 우려보다 현재 시황에 집중할 때

News

5조원 규모, 23년 가동될 크래커 증설에 대한 타당성 검토 진행: S-Oil은 8/22일 RUC/ODC 프로젝트에 이은 석유화학 2단계 투자 프로젝트로 5조원 규모의 150만톤 에틸렌 크래커(납사 기반 multi-feed) 및 PE/PP 등 downstream 건설에 대한 타당성 검토를 진행한다고 발표했다. 타당성 검토 통과 및 이사회 결의 단계를 거쳐 예정대로 진행될 경우 23년 가동이 목표다. 최근 GS/현대케미칼/LG화학/S-Oil까지 22~23년 목표의 크래커 증설 계획 발표가 잇따르며 4~5년 뒤 과잉 우려가 커진 가운데 화학/정유 업체의 주가 부진이 2일째 지속되었다.

Comment

5년 뒤 우려보다 현재 시황에 집중할 때: 우선 투자 계획은 확정되지 않았다. 과잉 우려가 예상될 경우 이사회 결의를 통과하지 못할 수 있다. 또한 만약 진행된다 하더라도 5년 뒤 공급량 증가에 대한 우려가 커진 것일 뿐 수요 개선 가능성 등의 다양한 변수가 존재한다. 5년 뒤 시황 급락, 프로젝트 수익성 하락에 대한 우려를 현재가치로 무리하게 반영할 필요가 없다. 현재 정유 시황은 적어도 19년까지 타이트한 공급이 유지되는 가운데 등경유 중심의 연평균 정체마진 개선세가 나타나고 있는 상황이다. 19년 하반기 화학 부문의 중국 PX 증설 우려가 있지만 20년초 IMO issue에 따른 정유 시황의 추가 개선 가능성도 크다. 현재 시황에 집중할 필요가 있다.

Action

단기 계절성도 반전하는 시점, 비중확대로 대응: 중장기 시황과 별개로 단기 계절성도 우호적으로 반전하고 있다. 3월 이후 등경유 계절성 둔화, 휘발유 마진 약세(15년을 제외하면 드라이빙 시즌에 미국 공급 부담으로 오히려 약세)로 하락하던 정체마진은 7월 이후 반등 추세에 있다. 동절기로 갈수록 정체마진 개선세는 등경유를 중심으로 가파를 것으로 판단되며, 주가는 정체마진과 궤를 같이 할 가능성이 높다. 우려에 따른 조정은 비중확대의 기회로 삼아야 한다는 판단이다.

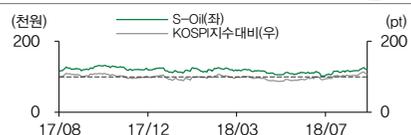
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	16,322	20,891	25,022	25,191	24,934
(증가율)	-8.8	28.0	19.8	0.7	-1.0
영업이익	1,617	1,373	1,529	2,106	1,941
(증가율)	97.8	-15.1	11.4	37.7	-7.8
순이익	1,205	1,246	1,039	1,550	1,424
EPS	10,494	10,870	9,050	13,475	12,373
PER (H/L)	9.4/6.5	12.3/7.4	13.3	8.9	9.7
PBR (H/L)	1.8/1.3	2.3/1.4	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA (H/L)	6.2/4.5	10.7/7.2	9.4	6.8	7.1
영업이익률	9.9	6.6	6.1	8.4	7.8
ROE	20.5	18.8	14.7	20.5	17.5

Stock Data

52주 최저/최고	102,000/132,000원
KOSDAQ /KOSPI	791/2,283pt
시가총액	134,536억원
60일-평균거래량	279,934
외국인지분율	77.3%
60일-외국인지분율변동추이	+0.6%p
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 11인 63.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	5.7	7.1	3.0
상대기준	6.5	16.2	7.2

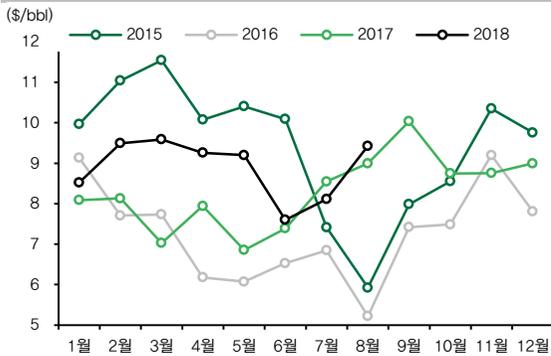
도표 1. S-Oil 부문별 실적추정내역: 3Q 유가 역래강에 따른 부진, 4Q 반등 예상

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	6,003	6,580	7,028	20,891	25,022	25,191
%YoY	51.7	11.1	26.0	27.6	4.1	28.7	26.3	20.9	28.0	19.8	0.7
%QoQ	14.1	-10.3	11.7	11.6	-6.9	10.9	9.6	6.8			
정유	4,044	3,699	4,107	4,562	4,341	4,754	5,153	5,437	16,412	19,685	19,430
화학	771	561	700	833	690	829	985	1,126	2,864	3,630	4,076
운할유	385	406	405	419	379	420	442	465	1,615	1,707	1,685
연결 영업이익	333	117	553	369	254	403	256	616	1,373	1,529	2,106
%YoY	-32.2	-81.7	376.1	0.4	-23.7	243.3	-53.8	66.9	-15.1	11.4	37.7
%QoQ	-9.4	-64.8	371.8	-33.2	-31.1	58.2	-36.5	141.0			
정유	110	-85	336	266	89	305	68	389	627	852	1,173
화학	140	73	91	23	81	17	113	133	326	344	582
운할유	84	129	126	80	84	81	75	94	420	334	351
영업이익률	6.4	2.5	10.6	6.4	4.7	6.7	3.9	8.8	6.6	6.1	8.4
정유	2.7	-2.3	8.2	5.8	2.1	6.4	1.3	7.2	3.8	4.3	6.0
화학	18.1	13.0	12.9	2.7	11.7	2.0	11.5	11.8	11.4	9.5	14.3
운할유	21.9	31.9	31.2	19.2	22.2	19.3	16.9	20.2	26.0	19.6	20.9

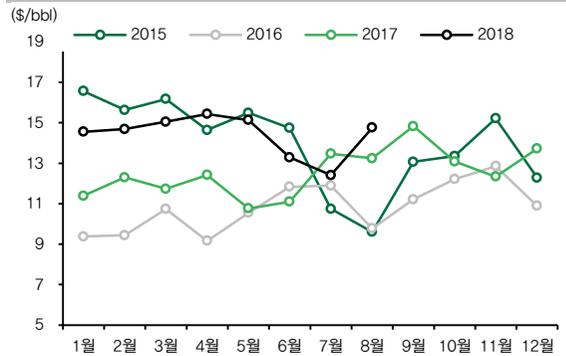
자료: S-Oil, DB금융투자

도표 2. S-Oil complex margin 추이: 17년 보다 좋다



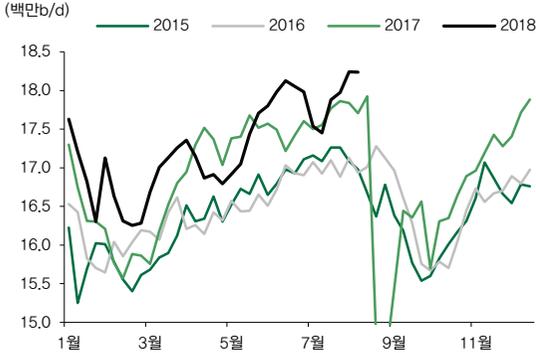
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 3. 경유 월별 마진 추이: 하반기로 갈수록 개선 예상



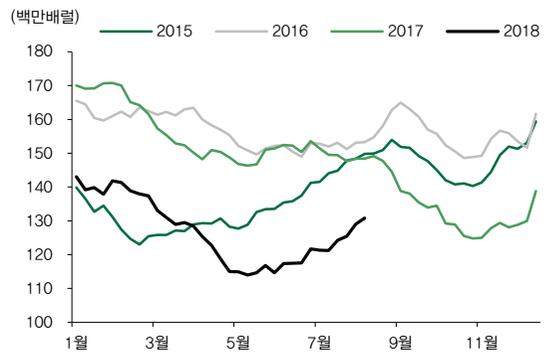
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 4. 미국 정제처리량 9월부터 계절적 반락



자료: Bloomberg, EIA, Petronet, DB금융투자

도표 5. 미국 경유 재고는 분명히 낮다



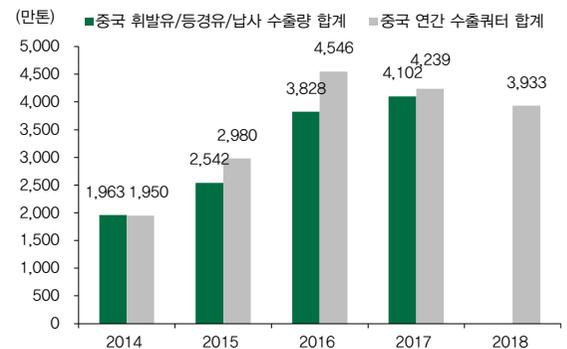
자료: Bloomberg, EIA, Petronet, DB금융투자

도표 6. 중국 tea-pot 기동률 5월 이후 약세, 현재 60% 이하



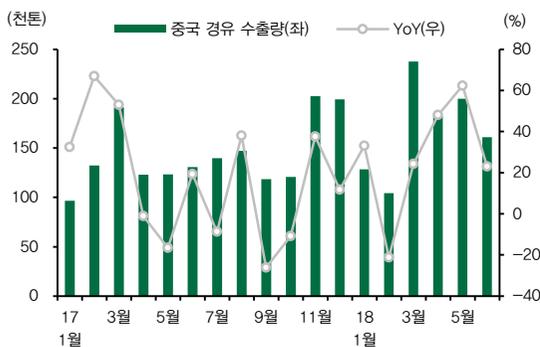
자료: Bloomberg, EIA, Petronet, DB금융투자

도표 7. 중국 잔여수출쿼터 축소는 tea-pot 규제를 암시?



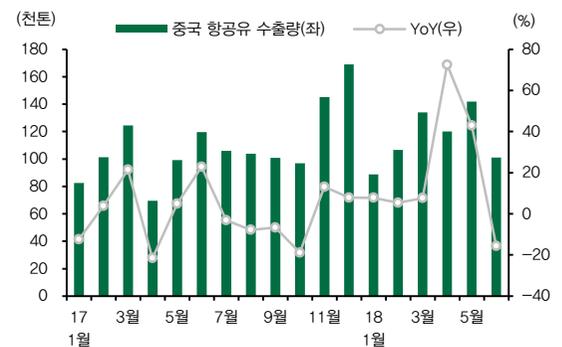
자료: Bloomberg, EIA, Petronet, DB금융투자

도표 8. 중국 5월 이후 경유 수출 증가세 둔화



자료: Bloomberg, EIA, KITA, Petronet, DB금융투자

도표 9. 중국 5월 이후 항공유 수출 증가세 둔화



자료: Bloomberg, EIA, KITA, Petronet, DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
유동자산	7,974	6,775	7,278	6,768	6,463
현금및현금성자산	767	480	1,585	946	859
매출채권및기타채권	1,326	1,751	2,000	2,008	2,006
재고자산	2,423	2,791	2,811	3,019	2,962
비유동자산	5,985	8,313	9,489	9,734	10,704
유형자산	5,711	7,969	9,154	9,406	10,382
무형자산	54	105	96	89	83
투자자산	123	125	125	125	125
자산총계	13,959	15,087	16,767	16,502	17,168
유동부채	4,833	4,544	5,801	5,220	5,394
매입채무및기타채무	2,169	2,776	2,305	2,324	2,597
단기차입금및단기차채	1,789	1,355	2,555	2,055	2,055
유동성장기부채	357	14	14	14	14
비유동부채	2,735	3,700	3,700	3,400	3,400
사채및차입금	2,564	3,475	3,475	3,175	3,175
부채총계	7,567	8,245	9,502	8,621	8,794
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,745	5,198	5,620	6,237	6,729
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	7,265	7,881	8,373

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	1,722	1,143	1,264	1,675	2,310
당기순이익	1,205	1,246	1,039	1,550	1,424
현금유출이없는비용및수익	694	619	783	1,091	1,127
유형및무형자산상각비	287	294	324	455	530
영업관련자산부채변동	-188	-236	-212	-449	234
매출채권및기타채권의감소	-110	-401	-249	-8	3
재고자산의감소	-699	-369	-21	-208	58
매입채무및기타채무의증가	530	616	-472	19	273
투자활동현금흐름	-1,967	-832	-676	-664	-1,402
CAPEX	-1,064	-2,414	-1,500	-700	-1,500
투자자산의순증	17	4	0	0	0
재무활동현금흐름	811	-598	517	-1,651	-995
사채및차입금의 증가	1,154	91	1,200	-800	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-210	-803	-617	-782	-931
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	566	-287	1,105	-639	-87
기초현금	201	767	480	1,585	946
기말현금	767	480	1,585	946	859

자료: S-Oil DB 금융투자 주: FRS 연결기준

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
매출액	16,322	20,891	25,022	25,191	24,934
매출원가	14,021	18,783	22,853	22,441	22,355
매출총이익	2,301	2,108	2,169	2,750	2,579
판매비	684	735	639	644	637
영업이익	1,617	1,373	1,529	2,106	1,941
EBITDA	1,904	1,667	1,853	2,561	2,471
영업외손익	-42	271	-144	-40	-43
금융손익	-60	203	-113	-119	-122
투자손익	7	5	0	0	0
기타영업외손익	11	63	-31	79	79
세전이익	1,575	1,645	1,386	2,066	1,898
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	1,246	1,039	1,550	1,424
자배주주지분순이익	1,205	1,246	1,039	1,550	1,424
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	1,039	1,550	1,424
증감률(%YoY)					
매출액	-8.8	28.0	19.8	0.7	-1.0
영업이익	97.8	-15.1	11.4	37.7	-7.8
EPS	89.9	3.6	-16.7	48.9	-8.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	10,494	10,870	9,050	13,475	12,373
BPS	54,814	58,682	62,303	67,589	71,811
DPS	6,200	5,900	5,300	8,000	8,000
Multiple(배)					
P/E	8.1	10.8	13.3	8.9	9.7
P/B	1.5	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	5.4	9.7	9.4	6.8	7.1
수익성(%)					
영업이익률	9.9	6.6	6.1	8.4	7.8
EBITDA마진	11.7	8.0	7.4	10.2	9.9
순이익률	7.4	6.0	4.2	6.2	5.7
ROE	20.5	18.8	14.7	20.5	17.5
ROA	9.7	8.6	6.5	9.3	8.5
ROIC	18.6	12.6	11.2	14.1	12.3
안정성및기타					
부채비율(%)	118.4	120.5	130.8	109.4	105.0
이자보상배율(배)	28.7	23.6	23.1	30.7	30.5
배당성향(배)	57.9	53.3	57.4	58.1	63.3

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

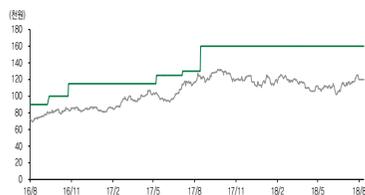
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

S-Oil 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/04/12	Hold	90,000	-11.5	9.0					
16/10/04	Buy	100,000	-17.9	-13.4					
16/11/16	Buy	115,000	-21.4	-6.5					
17/05/30	Buy	125,000	-20.5	-8.4					
17/07/27	Buy	130,000	-9.3	-1.9					
17/09/05	Buy	160,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경