

정유

유가반등으로 점진적 실적 개선 예상

■ 유가 반등의 시그널

최근의 유가 반등 추세는 당분간 이어질 것으로 예상된다. 미국의 가솔린 소비 증가율이 반등하고 중국의 원유 수입이 견조하기 때문이다. 미국 셰일 유정의 생산성이 2017년 이 후 크게 개선되지 못 한 점도 유가가 당분간 추가 상승할 것으로 예상하는 이유이다.

다만, 유가가 WTI기준 \$50/bbl 이상으로 크게 상승할 경우 수익성을 확보하게 되는 광구가 증가하면서 미국의 원유 생산량이 증가할 것이기 때문에 유가 반등의 폭은 제한적일 것으로 판단한다.

■ 유가가 반등은 정유 업체 실적에 긍정적

유가 반등은 정유 업체 실적에 긍정적인 영향을 미친다. 1)정유사업부에서 재고 평가이익이 발생하고 래깅마진이 상승하며, 2)석유화학사업부에서 스프레드 개선 효과도 누릴 수 있기 때문이다. 유가가 배럴당 1달러 상승하게 되면 재고평가이익은 SK이노베이션 308억원, S-Oil 108억원 발생하게 된다. 래깅마진이 배럴당 1달러 상승하게 되면 SK이노베이션은 연간 약 3,278억원, S-Oil은 약 2,397억원 영업이익이 증가하게 된다.

■ 정유업체 실적은 2Q17을 바닥으로 점진적 개선 예상

국내 정유 업체들의 실적은 2Q17을 바닥으로 점진적으로 개선될 것이다. 2분기 정유업체 실적의 발목을 잡았던 유가하락이 멈추었기 때문이다. 두바이유가는 지난 1분기말 \$51.0/bbl에서 \$46.6/bbl로 하락하면서 정유업체들의 2분기 실적에 대한 기대감은 낮춰야 한다는 판단이다. 하지만 6월말부터 유가가 반등하면서 정유업체들의 실적은 3Q17부터 점진적으로 개선될 것으로 추정한다. 실적 개선으로 정유업체 주가도 상승할 것으로 예상하며 내년부터 증설의 과실을 누릴 수 있는 S-Oil을 정유업종 내 Top-pick로 제시한다.

Analyst **하준영**

(2122-9213)

jyha@hi-ib.com

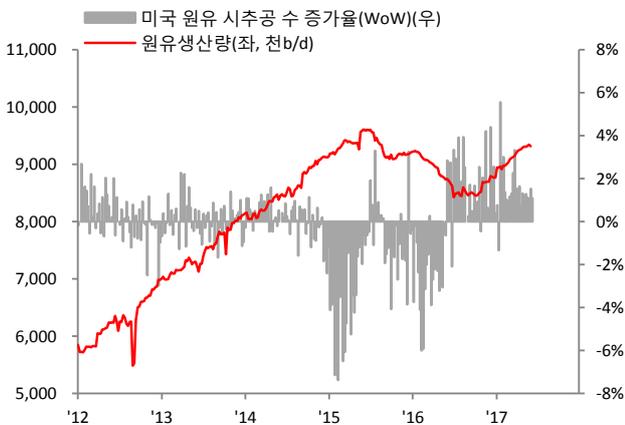
유가 반등의 시그널

최근의 유가 반등 추세는 당분간 이어질 것으로 예상된다. 미국의 가솔린 소비 증가율이 반등하고 중국의 원유 수입이 견조하기 때문이다. 일반적으로 미국의 가솔린 소비 증가율은 유가에 선행하는데 미국의 가솔린 소비 증가율은 7~8월을 저점으로 반등할 것으로 예상된다. 또한 중국의 원유 수입량이 2017년들어 매월 3,000만톤을 넘어서는 등 견조하게 증가하고 있어 유가 반등은 당분간 이어질 것으로 예상된다.

미국 셰일 유정의 생산성이 2017년 이후 크게 개선되지 못한 점도 유가가 당분간 추가 상승할 것으로 예상하는 이유이다. 미국의 EIA(에너지정보청)에 따르면 자국내 셰일오일의 생산성은 2016년 초 크게 개선되었다가 2017년 이후에는 생산량 증가율이 현저히 낮아진 상황이다.

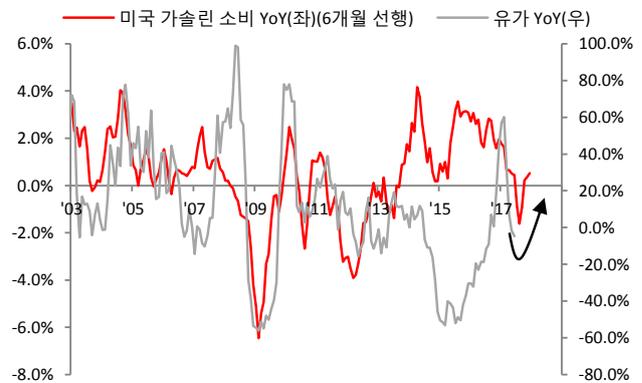
다만, 유가가 WTI기준 \$50/bbl 이상으로 크게 상승할 경우 수익성을 확보하게 되는 광구가 증가하면서 미국의 원유 생산량이 증가할 것이기 때문에 유가 반등의 폭은 제한적일 것으로 판단한다.

<그림 1> 미국 원유생산 추이



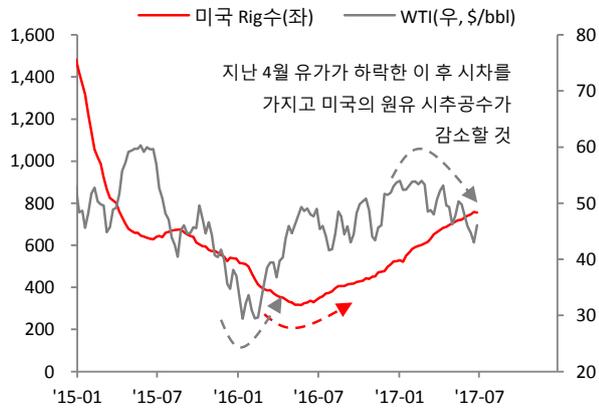
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 2> 미국 가솔린 소비 및 유가 증가율 추이



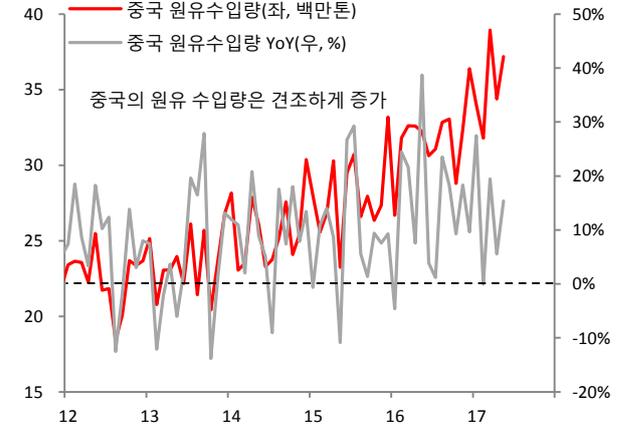
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 3> 미국 원유시추공수 및 WTI 추이



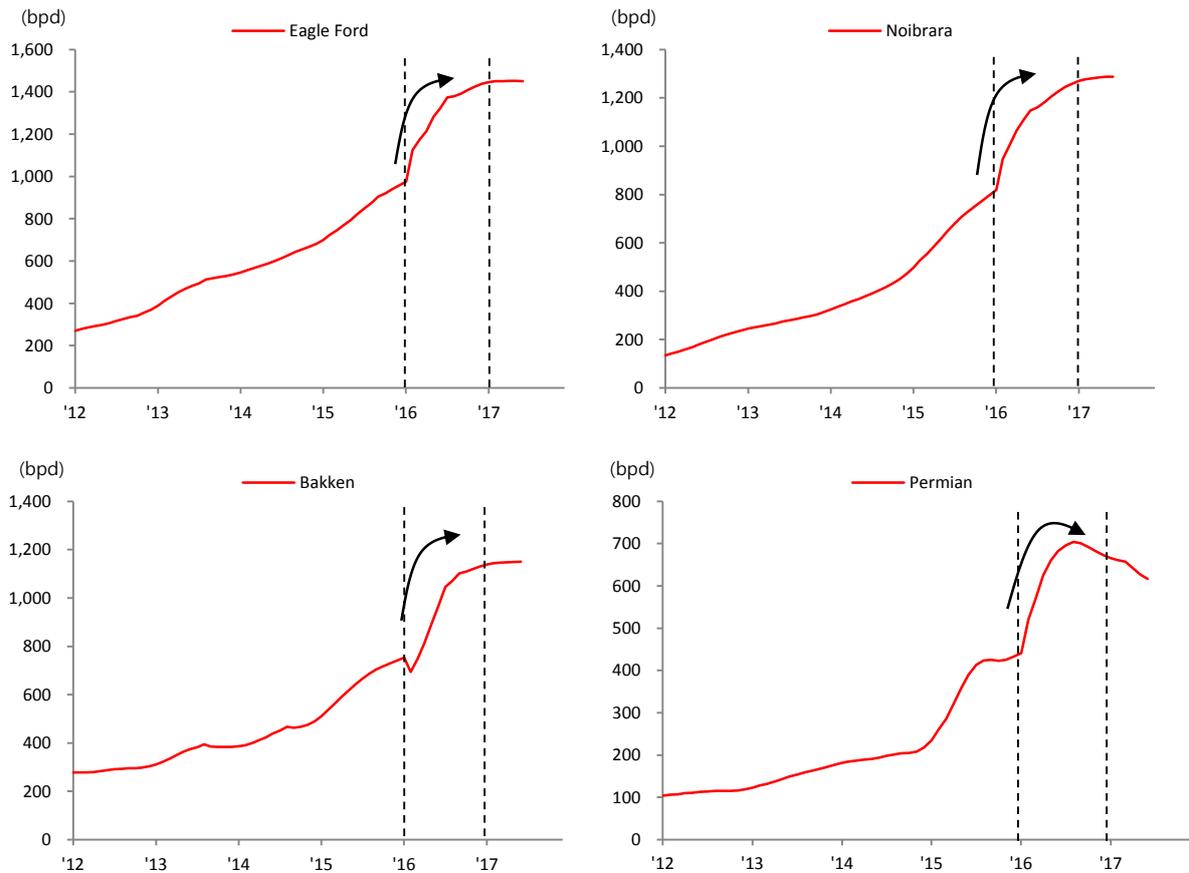
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 4> 중국 원유 수입량 및 증가율 추이



자료: CEIC, 하이투자증권

<그림 5> 미국 셰일오일 생산성(Rig 당 생산량) 추이: 2016년 급격한 생산성 향상 이후 2017년 생산성 향상이 크지 않음



자료: Bloomberg, 하이투자증권

유가가 반등은 정유 업체 실적에 긍정적

유가 반등은 정유 업체 실적에 긍정적인 영향을 미친다. 1)정유사업부문에 재고평가이익이 발생하고 래깅마진이 상승하며, 2)석유화학사업부문에 스프레드 개선효과도 누릴 수 있기 때문이다.

유가가 상승하면 먼저 정유 업체들의 정유사업부문에 재고평가이익이 발생하게 된다. SK이노베이션과 S-Oil의 정제설비능력을 고려할 때 각 사의 원유재고수준은 SK이노베이션 약 268만bbl, S-Oil 94만bbl로 추정된다. 결국 유가가 배럴당 1달러 상승하게 되면 재고평가이익은 SK이노베이션 308억원, S-Oil 108억원 발생하게 된다.

유가가 하락하다 반등하면 제품가격 상승시점과 원재료 구입시기와의 시차 때문에 래깅마진도 상승하게 된다. 지난해 판매한 정유제품이 SK이노베이션은 약 2.9억 배럴, S-Oil은 약 2.1억배럴이라는 점을 고려하면 래깅마진이 배럴당 1달러 상승하게 되면 SK이노베이션은 연간 약 3,278억원, S-Oil은 약 2,397억원 영업이익이 증가하게 된다.

마지막으로 유가가 반등하면 석유화학사업부문에서도 이익이 개선된다. 유가가 반등하면 석유화학제품 가격도 상승하게 되는데 이 때 낮은 가격에 구매했던 원재료를 투입해 만든 제품을 판매하게 되기 때문이다.

<표 1> 유가상승에 따른 SK이노베이션, S-Oil의 재고평가이익 추정

	SK이노베이션	S-oil
정제설비 CAPA(천bbl)	1,115	669
원유재고(천bbl)	26,760	9,366
환율(원/\$)	1,150	1,150
유가 \$1/bbl 상승 시 재고평가 이익(억원)	308	108

자료: 하이투자증권 추정

<표 2> 래깅마진에 따른 SK이노베이션, S-Oil의 영업이익 변동 추정

	SK이노베이션	S-oil
2016년 정유제품 판매량(백만bbl)	285	208
환율(원/\$)	1,150	1,150
래깅마진 \$1/bbl 상승 시 연간 영업이익 증가분(억원)	3,278	2,397

자료: 하이투자증권 추정

정유업체 실적은 2Q17을 바닥으로 점진적 개선 예상

국내 정유 업체들의 실적은 2Q17을 바닥으로 점진적으로 개선될 것이다. 2분기 정유업체 실적의 발목을 잡았던 유가하락이 멈추었기 때문이다. 두바이유가는 지난 1분기말 \$51.0/bbl에서 \$46.6/bbl로 하락하면서 정유업체들의 2분기 실적에 대한 기대감은 낮춰야 한다는 판단이다. 하지만 6월말부터 유가가 반등하면서 정유업체들의 실적은 3Q17부터 점진적으로 개선될 것으로 추정한다. 실적 개선으로 정유업체 주가도 상승할 것으로 예상하며 내년부터 증설의 과실을 누릴 수 있는 S-Oil을 정유업종 내 Top-pick로 제시한다.

<표 3> SK 이노베이션 2Q17 Preview

(단위: 억원)

	2Q16	1Q17	당사추정			컨센서스		
			2Q17	YoY	QoQ	2Q17	YoY	QoQ
매출액	102,802	113,871	104,462	1.6%	-8.3%	106,109	3.2%	-6.8%
영업이익	11,195	10,043	5,602	-50.0%	-44.2%	6,676	-40.4%	-33.5%

자료: Quantwise, 하이투자증권

<표 4> S-Oil 2Q17 Preview

(단위: 억원)

	2Q16	1Q17	당사추정			컨센서스		
			2Q17	YoY	QoQ	2Q17	YoY	QoQ
매출액	41,984	52,002	43,300	3.1%	-16.7%	47,992	14.3%	-7.7%
영업이익	6,409	3,335	2,478	-61.3%	-25.7%	2,675	-58.3%	-19.8%

자료: Quantwise, 하이투자증권

SK이노베이션(096770)



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-07-03	Buy	200,000
2017-03-15	Buy	220,000
2016-10-11(담당자변경)	Buy	200,000
2016-04-25	Buy	230,000
2016-03-07	Buy	200,000
2016-02-04	Buy	170,000

S-Oil(010950)



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
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 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -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 %	-



2017/07/03

SK이노베이션 (096770)

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

유가 반등으로 하반기 실적 개선 기대

Buy (Maintain)

■ 2Q17 Preview: 유가 하락으로 석유 및 화학사업 부진

동사의 2Q17 매출액은 104,462억원(YoY +1.6%), 영업이익은 5,602억원(YoY -50.0%)으로 YoY, QoQ 감소한 영업이익을 시현할 것으로 예상된다. 실적 감소의 가장 큰 원인은 유가 하락이다. 두바이유가가 지난 1분기말 \$51.0/bbl에서 2분기말 \$46.6/bbl로 QoQ 8.6% 하락하면서 석유사업부문 실적이 악화되었을 것으로 추정한다.

석유사업부문(영업이익 1,567억원)은 유가하락으로 재고평가손실이 약 1,400억원 발생하고 래깅마진이 하락하면서 영업이익에 부정적인 영향을 미쳤을 것으로 판단한다. 또한 일부 CDU와 RFCC가 6월 한 달간 정기보수에 들어가면서 영업이익은 QoQ 65.5% 감소했을 것으로 추정한다. **화학사업부문**(영업이익 2,944억원)은 올레핀과 PX등 대부분 제품의 스프레드가 축소되었고 일부 PX설비가 정기보수로 가동을 중단하면서 영업이익이 QoQ 35.3% 감소할 것으로 예상된다. **유탄사업부문**(영업이익 1,252억원)은 원재료가 하락으로 스프레드가 개선되어 영업이익이 QoQ 31.9% 증가할 것으로 추정한다.

■ 유가 반등으로 하반기 실적 개선 기대

동사의 실적은 2Q17을 바닥으로 점진적으로 개선될 것이다. 유가가 반등하면서 석유사업부문과 화학사업부문의 실적 개선이 예상되고 유탄사업부문의 경우 지난해 이어 올해도 증설물량이 많지 않아 하반기에도 견조한 스프레드가 예상되기 때문이다.

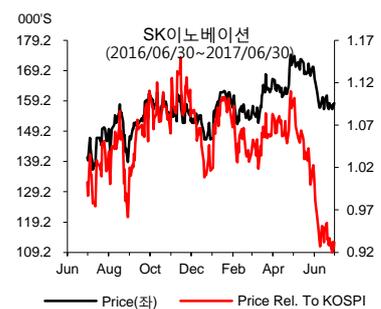
동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하지만 유가하락에 따른 영향을 이익 추정치에 반영하면서 목표주가를 200,000원으로 하향 조정한다. 동사의 주가는 유가 하락과 함께 지난 5월 이후 하락하였다. 하지만 유가 반등으로 2Q17 실적을 저점으로 하반기에는 실적이 QoQ 개선될 것으로 추정하며 이에 따라 동사의 주가도 상승할 것으로 예상된다.

목표주가(12M)	200,000원
종가 (2017/06/30)	158,500원

Stock Indicator

자본금	469십억원
발행주식수	9,371만주
시가총액	14,796십억원
외국인지분율	41.2%
배당금(2016)	6,400원
EPS(2017E)	22,357원
BPS(2017E)	196,816원
ROE(2017E)	11.8%
52주 주가	136,500~174,500원
60일평균거래량	268,257주
60일평균거래대금	44.0십억원

Price Trend



<표 1> SK 이노베이션 2Q17 Preview

(단위: 억원)

	2Q16	1Q17	당사추정			컨센서스		
			2Q17	YoY	QoQ	2Q17	YoY	QoQ
매출액	102,802	113,871	104,462	1.6%	-8.3%	106,109	3.2%	-6.8%
영업이익	11,195	10,043	5,602	-50.0%	-44.2%	6,676	-40.4%	-33.5%

자료: Quantwise, 하이투자증권

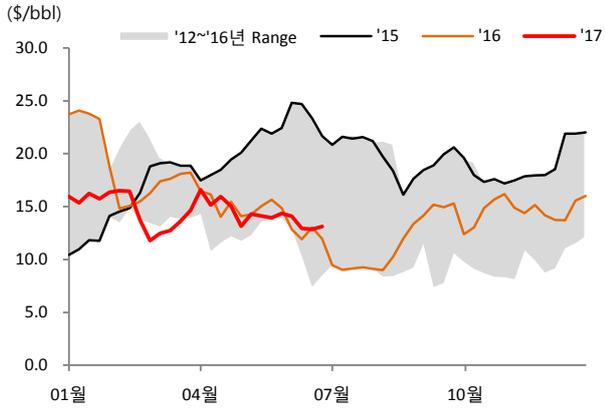
<표 2> SK 이노베이션 부문별 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출	9,458.2	10,280.2	9,703.0	10,079.1	11,387.1	10,446.2	10,969.6	11,106.1	39,520.5	43,909.0	45,290.2
QoQ	-13.0%	8.7%	-5.6%	3.9%	13.0%	-8.3%	5.0%	1.2%	-	-	-
YoY	-21.5%	-20.9%	-22.0%	-7.2%	20.4%	1.6%	13.1%	10.2%	-18.3%	11.1%	3.1%
SK에너지	6,646.0	7,442.5	7,025.2	7,256.1	8,063.6	7,165.4	7,728.0	7,862.8	28,369.8	30,819.8	32,364.6
YoY	-26.0%	-21.8%	-22.3%	-6.5%	21.3%	-3.7%	10.0%	8.4%	-19.6%	8.6%	5.0%
SK종합화학	1,967.7	1,945.0	1,834.3	1,939.5	2,333.3	2,238.5	2,222.2	2,202.2	7,686.5	8,996.2	8,962.4
YoY	-10.9%	-24.8%	-22.1%	-9.3%	18.6%	15.1%	21.1%	13.5%	-17.2%	17.0%	-0.4%
SK루브리컨츠	622.3	653.3	598.9	661.3	728.6	766.5	739.0	759.0	2,535.8	2,993.1	2,772.0
YoY	0.4%	-0.5%	-10.0%	-2.8%	17.1%	17.3%	23.4%	14.8%	-3.3%	18.0%	-7.4%
SK이노베이션	222.2	239.4	244.6	222.2	261.6	275.8	280.5	282.1	928.4	1,099.9	1,191.1
YoY	-3.7%	-1.2%	-37.6%	-22.1%	17.7%	15.2%	14.7%	26.9%	-19.3%	18.5%	8.3%
영업이익	844.8	1,119.5	414.9	849.3	1,004.3	560.2	737.6	870.5	3,228.5	3,172.6	3,209.5
OPM	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.8%	5.4%	6.7%	7.8%	8.2%	7.2%	7.1%
QoQ	175.6%	32.5%	-62.9%	104.7%	18.3%	-44.2%	31.7%	18.0%	-	-	-
YoY	163.0%	13.3%	14.0%	177.0%	18.9%	-50.0%	77.8%	2.5%	63.1%	-1.7%	1.2%
SK에너지	392.4	614.3	9.5	609.4	453.9	156.7	323.8	459.3	1,625.6	1,393.7	1,621.4
OPM	5.9%	8.3%	0.1%	8.4%	5.6%	2.2%	4.2%	5.8%	5.7%	4.5%	5.0%
YoY	157.1%	-18.6%	-91.1%	113.8%	15.7%	-74.5%	3308.1%	-24.6%	25.1%	-14.3%	16.3%
SK종합화학	322.4	393.6	297.8	218.5	454.7	294.4	285.1	280.8	1,232.3	1,315.0	1,083.3
OPM	16.4%	20.2%	16.2%	11.3%	19.5%	13.2%	12.8%	12.8%	16.0%	14.6%	12.1%
YoY	179.1%	62.0%	148.6%	흑전	41.0%	-25.2%	-4.3%	28.5%	185.7%	6.7%	-17.6%
SK루브리컨츠	132.2	132.9	117.0	86.4	94.9	125.2	128.7	129.8	468.5	478.6	487.1
OPM	21.2%	20.3%	19.5%	13.1%	13.0%	16.3%	17.4%	17.1%	18.5%	16.0%	17.6%
YoY	133.2%	220.2%	41.0%	-24.1%	-28.2%	-5.8%	10.0%	50.2%	58.8%	2.1%	1.8%
SK이노베이션	-2.2	-21.3	-9.4	-65.0	0.8	-16.1	0.1	0.5	-97.9	-14.6	17.8
OPM	-1.0%	-8.9%	-3.8%	-29.3%	0.3%	-5.8%	0.0%	0.2%	-10.5%	-1.3%	1.5%
YoY	적지	적지	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전
지배주주순이익	555.9	611.4	360.0	144.1	847.0	335.2	436.7	476.2	1,671.3	2,095.2	2,202.4
NPM	5.9%	5.9%	3.7%	1.4%	7.4%	3.2%	4.0%	4.3%	4.2%	4.8%	4.9%
YoY	89.9%	7.0%	136.5%	흑전	52.4%	-45.2%	21.3%	230.6%	105.1%	25.4%	5.1%

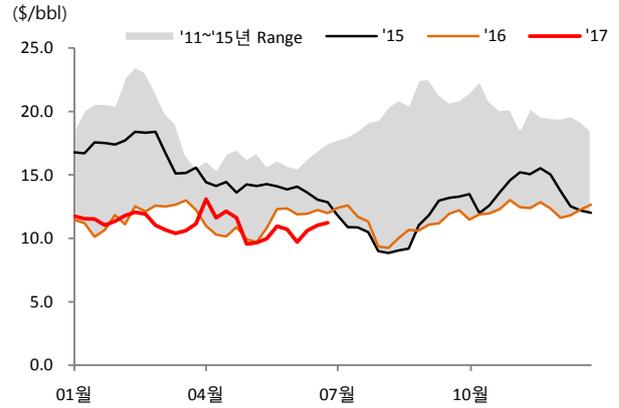
자료: 하이투자증권

<그림 1> 휘발유마진 추이



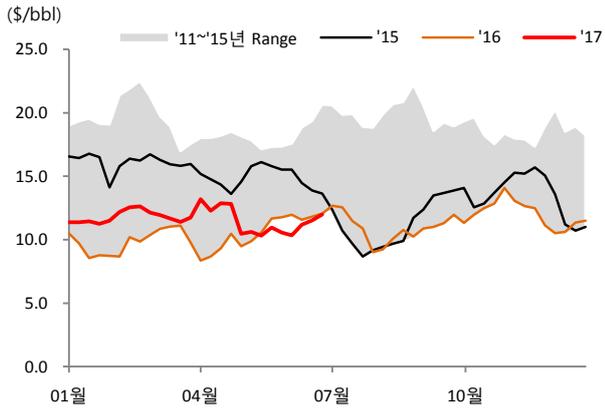
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 2> 등유마진 추이



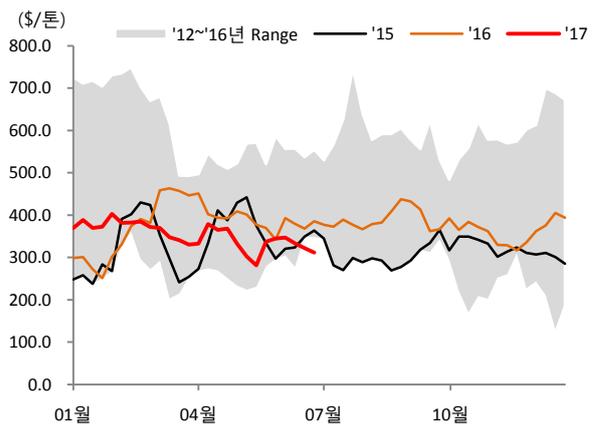
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 3> 경유마진 추이



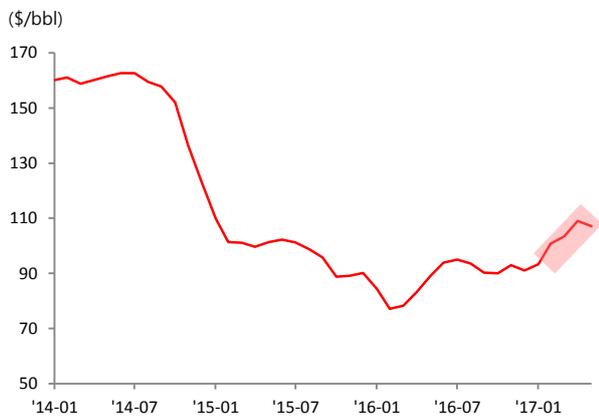
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 4> PX 가격 및 스프레드 추이



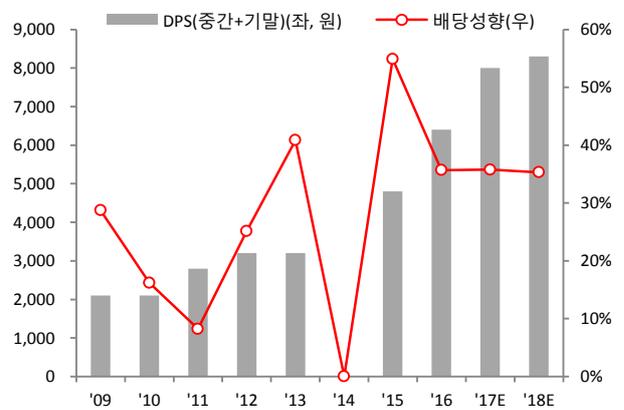
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 5> 윤활기유 수출단가 추이



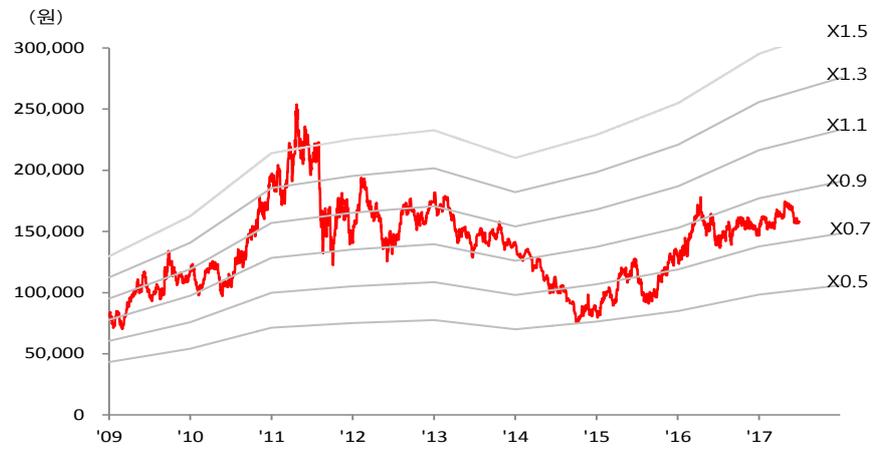
자료: KITA, 하이투자증권

<그림 6> DPS(중간+기말)와 배당성향 추이 및 전망



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 7> SK 이노베이션 PBR 밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권

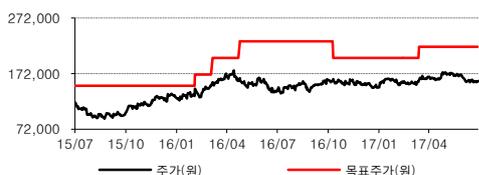
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)					(단위:십억원%)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	14,988	14,451	14,745	15,872	매출액	39,521	43,909	45,290	52,241
현금 및 현금성자산	2,644	2,402	2,419	2,532	증가율(%)	-18.3	11.1	3.1	15.3
단기금융자산	3,111	2,489	2,614	2,666	매출원가	34,562	38,996	40,309	46,845
매출채권	4,404	4,523	4,574	5,120	매출총이익	4,959	4,913	4,982	5,396
재고자산	4,445	4,654	4,755	5,172	판매비와관리비	1,730	1,741	1,772	2,028
비유동자산	17,594	18,793	19,623	20,396	연구개발비	145	145	149	172
유형자산	13,603	14,786	15,595	16,340	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,272	1,184	1,102	1,026	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	32,581	33,244	34,368	36,268	영업이익	3,228	3,173	3,209	3,368
유동부채	8,737	9,060	9,008	9,648	증가율(%)	63.1	-1.7	1.1	4.9
매입채무	4,208	4,675	4,822	5,562	영업이익률(%)	8.2	7.2	7.1	6.4
단기차입금	22	72	72	72	이자수익	86	68	75	78
유동성장기부채	1,678	1,484	1,284	1,184	이자비용	253	201	189	176
비유동부채	5,540	4,450	4,180	3,930	지분법이익(손실)	85	85	85	85
사채	4,123	3,033	3,263	3,213	기타영업외손익	-391	-43	-43	-43
장기차입금	749	749	249	49	세전계속사업이익	2,423	2,990	3,054	3,228
부채총계	14,276	13,510	13,187	13,578	법인세비용	702	807	824	872
지배주주지분	17,103	18,444	19,865	21,346	세전계속이익률(%)	6.1	6.8	6.7	6.2
자본금	469	469	469	469	당기순이익	1,721	2,183	2,229	2,356
자본잉여금	5,884	5,884	5,884	5,884	순이익률(%)	4.4	5.0	4.9	4.5
이익잉여금	10,671	12,022	13,453	14,944	지배주주귀속 순이익	1,671	2,095	2,202	2,328
기타자본항목	-136	-136	-136	-136	기타포괄이익	-10	-10	-10	-10
비지배주주지분	1,202	1,289	1,316	1,344	총포괄이익	1,711	2,172	2,219	2,346
자본총계	18,305	19,734	21,181	22,690	지배주주귀속총포괄이익	1,661	2,085	2,192	2,318

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)									
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	3,678	3,268	3,281	3,409	주당지표(원)				
당기순이익	1,721	2,183	2,229	2,356	EPS	17,834	22,357	23,501	24,842
유형자산감가상각비	799	767	862	925	BPS	182,504	196,816	211,974	227,780
무형자산상각비	115	88	82	76	CFPS	27,591	31,483	33,575	35,528
지분법관련손실(이익)	85	85	85	85	DPS	6,400	8,000	8,300	9,000
투자활동 현금흐름	-2,056	-1,699	-2,166	-2,094	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-567	-1,950	-1,670	-1,670	PER	8.2	7.1	6.7	6.4
무형자산의 처분(취득)	61	-	-	-	PBR	0.8	0.8	0.7	0.7
금융상품의 증감	904	-865	142	165	PCR	5.3	5.0	4.7	4.5
재무활동 현금흐름	-2,019	-1,829	-1,213	-1,120	EV/EBITDA	3.5	3.8	3.5	3.2
단기금융부채의증감	-345	-144	-200	-100	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-1,090	-270	-250	-320	ROE	10.1	11.8	11.5	11.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	10.5	9.2	9.2	8.4
배당금지급	-451	-596	-744	-772	부채비율	78.0	68.5	62.3	59.8
현금및현금성자산의증감	-375	-243	17	113	순부채비율	4.5	2.3	-0.8	-3.0
기초현금및현금성자산	3,020	2,644	2,402	2,419	매출채권회전율(x)	9.4	9.8	10.0	10.8
기말현금및현금성자산	2,644	2,402	2,419	2,532	재고자산회전율(x)	9.9	9.7	9.6	10.5

자료 : SK 이노베이션, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이

이건제시일자	투자이건	목표주가
2017-07-03	Buy	200,000
2017-03-15	Buy	220,000
2016-10-11(담당자변경)	Buy	200,000
2016-04-25	Buy	230,000
2016-03-07	Buy	200,000
2016-02-04	Buy	170,000

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 기관투자가 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 증가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-



2017/07/03

S-Oil(010950)

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

2Q17을 바닥으로 실적 개선 예상

Buy (Maintain)

■ 2Q17 Preview: 유가 하락의 여파

동사의 2Q17 매출액은 43,300억원(YoY +3.1%), 영업이익은 2,478억원(YoY -61.3%)으로 낮아진 시장기대치에 부합할 것으로 예상된다. 유가가 하락하면서 동사의 외형과 영업이익은 모두 전 분기대비 감소할 것이다. 두바이 유가는 지난 1분기말 \$51.0/bbl에서 2분기말 \$46.6/bbl로 QoQ 8.6% 하락하였다.

정유사업부문(영업이익 628억원)은 유가하락으로 재고평가손실이 약 500억원 발생하고 래깅마진이 하락하면서 영업이익이 QoQ 42.8% 감소했을 것으로 추정한다. **석유화학사업부문**(영업이익 869억원)은 PX와 프로필렌 등 석유화학제품 스프레드가 축소되고 PX설비(100만톤) 정기보수도 약 한 달 가량 진행되면서 영업이익이 QoQ 37.7% 감소할 것으로 예상된다. **유회기유사업부문**(영업이익 981억원)은 스프레드가 개선되어 영업이익이 QoQ 16.7% 증가할 것으로 추정한다.

■ 2Q17 실적을 바닥으로 3Q17부터 개선된 실적 예상

동사의 실적은 2Q17을 바닥으로 개선될 것이다. 유가가 반등하면서 정유사업부문과 석유화학사업부문의 실적 개선이 예상되고 유회기유사업부문의 경우 지난해 이어 올해도 증설물량이 많지 않아 하반기에도 견조한 스프레드가 예상되기 때문이다.

동사의 중간배당(2016년 500원)은 YoY 증가할 것으로 예상하며 연간으로는 지난해와 같은 수준의 배당성향을 유지할 것으로 판단한다. RUC/ODC 프로젝트를 위한 자금확보가 이미 지난해 마무리되었고 추가적인 대규모 자금소요처가 없기 때문이다. 증설된 설비가 내년부터 가동되면서 이익이 증가하면 내년에는 배당금도 YoY 증가할 전망이다.

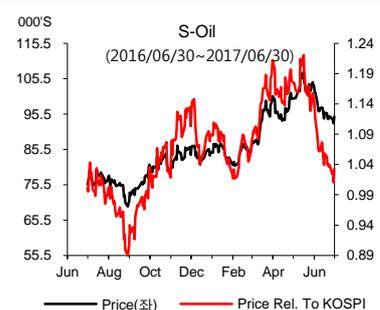
동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하지만 유가하락에 따른 영향을 이익 추정치에 반영하면서 목표주가를 120,000원으로 하향 조정한다. 유가하락과 함께 동사의 주가는 지난 5월 이후 하락했다. 하지만 유가반등으로 하반기 실적 개선이 예상되며 배당수익률 또한 현재 추가에서 5.5%로 예상되고 있어 매력적인 주가 수준이라는 판단이다.

목표주가(12M)	120,000원
종가 (2017/06/30)	94,800원

Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,660만주
시가총액	10,983십억원
외국인지분율	77.8%
배당금(2016)	6,200원
EPS(2017E)	8,726원
BPS(2017E)	58,395원
ROE(2017E)	15.4%
52주 주가	69,400~107,500원
60일평균거래량	272,093주
60일평균거래대금	26.7십억원

Price Trend



<표 1> S-Oil 2Q17 Preview

(단위: 억원)

	2Q16	1Q17	당사추정			컨센서스		
			2Q17	YoY	QoQ	2Q17	YoY	QoQ
매출액	41,984	52,002	43,300	3.1%	-16.7%	47,992	14.3%	-7.7%
영업이익	6,409	3,335	2,478	-61.3%	-25.7%	2,675	-58.3%	-19.8%

자료: Quantwise, 하이투자증권

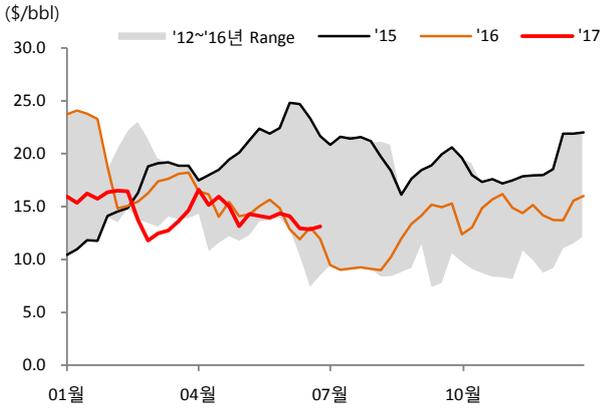
<표 2> S-Oil 부문별 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출	3,428.4	4,198.4	4,137.9	4,557.1	5,200.1	4,330.0	4,424.7	4,632.4	16,321.8	18,587.3	19,842.0
QoQ	-13.1%	22.5%	-1.4%	10.1%	14.1%	-16.7%	2.2%	4.7%	-	-	-
YoY	-21.6%	-18.4%	-6.5%	15.4%	51.7%	3.1%	6.9%	1.7%	-8.8%	13.9%	6.8%
정유	2,467.0	3,215.3	3,187.4	3,594.5	4,044.0	3,431.4	3,457.1	3,623.2	15,217.3	15,818.4	17,178.3
YoY	-28.8%	-20.8%	-8.6%	18.1%	63.9%	6.7%	8.5%	0.8%	4.5%	4.0%	8.6%
석유화학	636.0	637.3	628.6	642.1	771.4	572.4	630.0	669.8	2,544.0	2,643.5	3,263.5
YoY	19.6%	-10.3%	3.0%	-0.3%	21.3%	-10.2%	0.2%	4.3%	1.9%	3.9%	23.5%
유탄기유	325.4	345.8	321.9	320.5	384.7	326.3	337.7	339.4	1,313.6	1,388.1	1,361.2
YoY	-13.9%	-7.4%	-2.2%	23.8%	18.2%	-5.7%	4.9%	5.9%	-1.9%	5.7%	-1.9%
영업이익	491.8	640.9	116.2	368.0	333.4	247.8	336.6	440.6	1,616.9	1,358.5	1,839.8
OPM	14.3%	15.3%	2.8%	8.1%	6.4%	5.7%	7.6%	9.5%	9.9%	7.3%	9.3%
QoQ	흑전	30.3%	-81.9%	216.7%	-9.4%	-25.7%	35.8%	30.9%	-	-	-
YoY	106.5%	5.7%	620.1%	흑전	-32.2%	-61.3%	189.7%	19.7%	97.8%	-16.0%	35.4%
정유	220.3	372.9	-123.4	229.3	109.7	62.8	136.1	229.4	699.0	538.0	834.9
OPM	8.9%	11.6%	-3.9%	6.4%	2.7%	1.8%	3.9%	6.3%	4.6%	3.4%	4.9%
YoY	85.1%	-20.3%	적지	흑전	-50.2%	-83.2%	흑전	0.0%	151.5%	-23.0%	55.2%
석유화학	144.1	139.9	142.2	79.7	139.6	86.9	96.6	106.6	505.9	429.7	594.3
OPM	22.7%	22.0%	22.6%	12.4%	18.1%	15.2%	15.3%	15.9%	19.9%	16.3%	18.2%
YoY	212.5%	113.6%	61.6%	-8.4%	-3.1%	-37.9%	-32.0%	33.6%	76.5%	-15.1%	38.3%
유탄기유	127.5	128.1	97.4	59.0	84.1	98.1	103.8	104.7	412.0	390.8	410.6
OPM	39.2%	37.0%	30.3%	18.4%	21.9%	30.1%	30.8%	30.8%	31.4%	28.2%	30.2%
YoY	74.7%	61.1%	1.9%	-13.1%	-34.0%	-23.4%	6.6%	77.4%	30.4%	-5.2%	5.1%
순이익	433.3	443.6	171.8	156.7	393.9	114.0	202.8	306.8	1,205.4	1,017.5	1,308.7
NPM	12.6%	10.6%	4.2%	3.4%	7.6%	2.6%	4.6%	6.6%	7.4%	5.5%	6.6%
YoY	105.1%	3.4%	흑전	344.1%	-9.1%	-74.3%	18.0%	95.8%	90.9%	-15.6%	28.6%

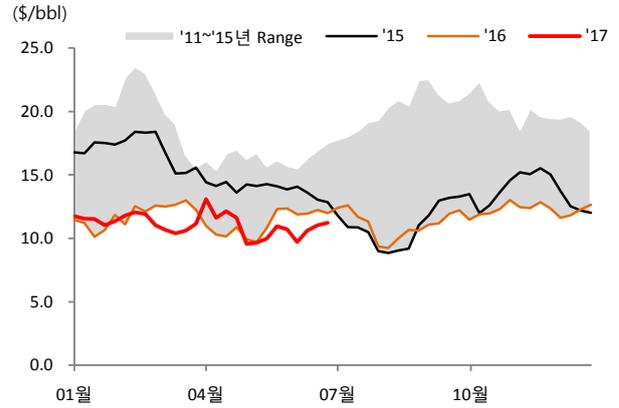
자료: 하이투자증권

<그림 1> 휘발유마진 추이



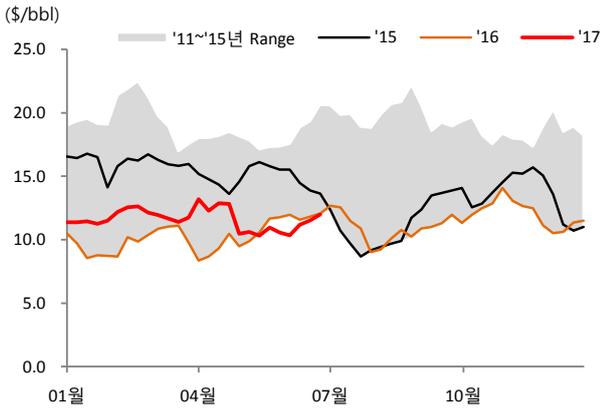
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 2> 등유마진 추이



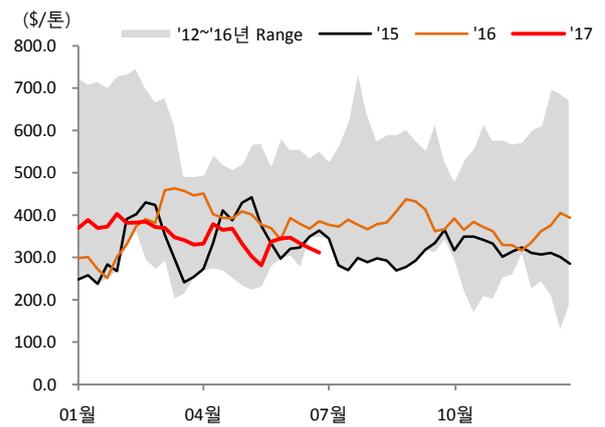
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 3> 경유마진 추이



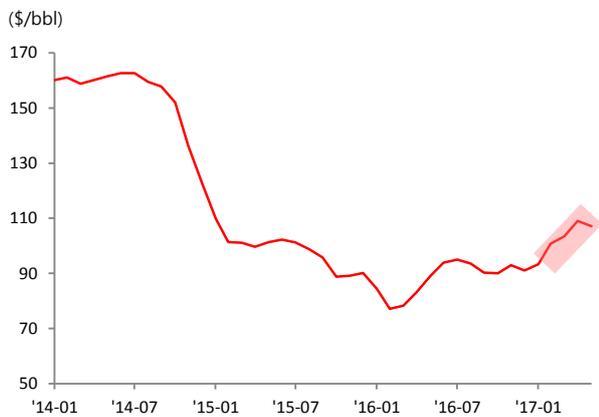
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 4> PX 가격 및 스프레드 추이



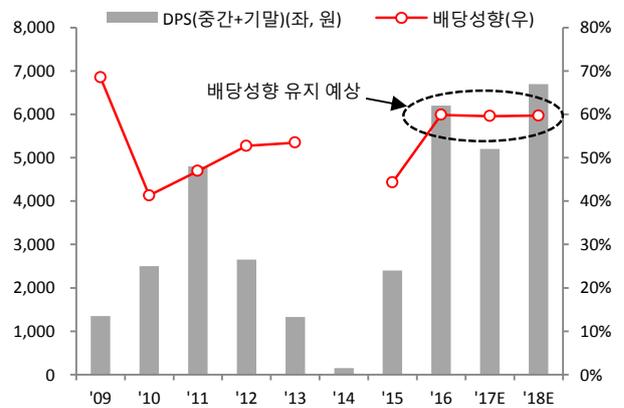
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 5> 윤활기유 수출단가 추이



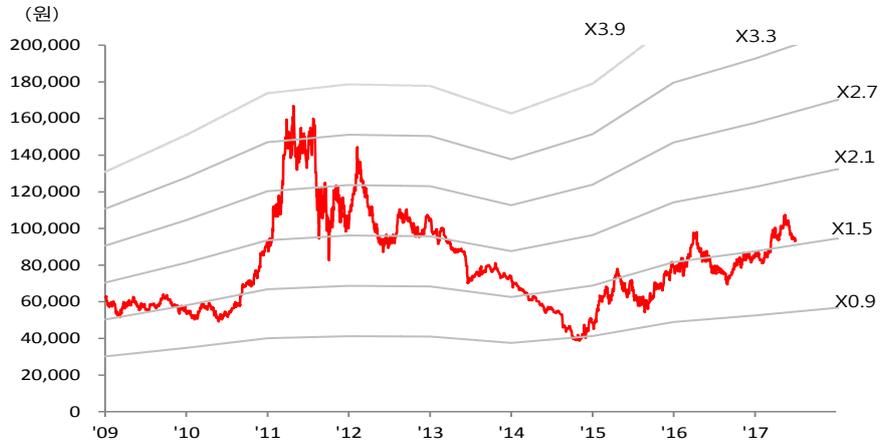
자료: KITA, 하이투자증권

<그림 6> DPS(중간+기말)와 배당성향 추이 및 전망



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 7> S-oil PBR 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<표 3> S-oil 목표주가 산정

ROE	17.0%	2017년, 2018년 예상 평균 ROE
COE	8.4%	-
Risk Free Rate	2.0%	-
Beta	0.8	52주 beta
Risk Premium	7.9%	-
적정 PBR (a)	2.0	-
2017년 예상 BPS(원) (b)	60,686	12M Fwd BPS
목표주가 산출 (a) * (b)	123,121	-
목표주가(원)	120,000	-

자료: Quantiwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	7,974	5,464	5,460	5,972
현금 및 현금성자산	767	1,124	1,104	1,084
단기금융자산	3,446	517	336	336
매출채권	1,326	1,394	1,468	1,730
재고자산	2,423	2,416	2,540	2,811
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	14,300	15,363	15,720
유동부채	4,833	5,117	5,346	5,479
매입채무	1,141	1,299	1,387	1,511
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	7,491	8,019	7,717
지배주주지분	6,392	6,809	7,343	8,003
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,745	5,157	5,685	6,339
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	6,392	6,809	7,343	8,003

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	16,322	18,587	19,842	21,621
증가율(%)	-8.8	13.9	6.8	9.0
매출원가	14,021	16,547	17,281	18,599
매출총이익	2,301	2,040	2,561	3,022
판매비와관리비	684	682	722	791
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,617	1,358	1,840	2,230
증가율(%)	97.8	-16.0	35.4	21.2
영업이익률(%)	9.9	7.3	9.3	10.3
이자수익	55	23	20	21
이자비용	56	92	99	91
지분법이익(손실)	7	7	7	7
기타영업외손익	11	61	2	2
세전계속사업이익	1,575	1,357	1,745	2,145
법인세비용	370	339	436	536
세전계속이익률(%)	9.7	7.3	8.8	9.9
당기순이익	1,205	1,017	1,309	1,609
순이익률(%)	7.4	5.5	6.6	7.4
지배주주귀속 순이익	1,205	1,017	1,309	1,609
기타포괄이익	6	6	6	6
총포괄이익	1,211	1,023	1,315	1,615
지배주주귀속총포괄이익	1,211	1,023	1,315	1,615

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,722	1,690	1,780	1,980
당기순이익	1,205	1,017	1,309	1,609
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	-2,572	-202	-20
재무활동 현금흐름	811	-1,083	-306	-1,365
단기금융부채의증감	558	-	-	-150
장기금융부채의증감	-361	300	-435	-380
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-210	-722	-606	-780
현금및현금성자산의증감	566	357	-21	-20
기초현금및현금성자산	201	767	1,124	1,104
기말현금및현금성자산	767	1,124	1,104	1,084

주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	10,337	8,726	11,223	13,795
BPS	54,814	58,395	62,976	68,631
CFPS	12,796	11,686	17,568	21,447
DPS	6,200	5,200	6,700	8,200
Valuation(배)				
PER	8.2	10.9	8.4	6.9
PBR	1.5	1.6	1.5	1.4
PCR	6.6	8.1	5.4	4.4
EV/EBITDA	5.4	8.0	5.5	4.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	20.5	15.4	18.5	21.0
EBITDA 이익률	11.7	9.2	13.0	14.4
부채비율	118.4	110.0	109.2	96.4
순부채비율	7.8	39.8	43.7	33.0
매출채권회전율(x)	12.6	13.7	13.9	13.5
재고자산회전율(x)	8.1	7.7	8.0	8.1

자료 : S-Oil, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자 의견	목표주가
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 기관투자가 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 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-