

## S-Oil (010950.KS)

## 증설과 배당을 고려하자

환율하락으로 영업이익은 감소했지만 세전이익은 크게 증가함. 향후 안정적 실적 흐름이 전망되며, 프로젝트 완공 이후 영업이익 증가를 고려 시 배당주로서 기대감이 높아질 전망

## 환율이 지배한 분기 실적

1분기 영업이익은 3,239억원(-34.1% y-y, -12.0% q-q)으로 예상치를 하회했으나 세전이익은 5,103억원(-10.5% y-y, +165.5% q-q)으로 예상을 크게 상회함. 환율 하락에 의한 영업이익 감소는 정유 730억원, 석유화학 120억원, 유통기유 50억원 등 총 900억원으로 제시됨. 순외화부채 약 20억 달러로 환차이익 1,803억원이 반영되며 세전이익은 증가함

정제마진과 분기 말 유가 수준은 직전분기와 유사하여 정유부문 영업이익 감소는 주로 환율 영향으로 판단됨. 2분기 정제마진은 난방용 제품 수요 감소로 약세가 예상됨. 다만 가솔린 마진 회복과 정기보수로 확대로 감소폭은 제한될 것으로 보임

석유화학부문은 벤젠과 프로필렌 제품 가격 급등으로 분기실적이 증가함. 현재 가격은 3~4개월 전 수준으로 안정화되어 2분기 석유화학 영업이익은 다소 감소할 것으로 판단. 유통기유는 글로벌 증설 규모가 작고 성수기 수요, 제품가격 인상으로 2분기 영업이익 증가 추세가 유지될 전망

## 증설 프로젝트와 배당에 대한 신뢰

현재 진행중인 RUC/ODC\* 프로젝트로 연간 영업이익 약 8,000억원 증가 가능. 총 4.8조원이 투자되며 2018년 상반기 완공, 하반기 정상 가동 예정. 프로젝트 완료 이후에는 정제마진 상승 및 석유화학 매출 비중 확대로 영업이익이 늘어나는 동시에 실적 안정성이 높아질 전망

2016년 배당성향을 60%로 높여 주당 배당금 6,200원, 시가 배당률 6.6%를 기록함. 향후 배당성향을 유지할 가능성이 높고, 프로젝트 이후 이익 증가 고려 시 배당주로서 기대감이 높아질 것으로 판단됨

## S-Oil 1분기 실적 Review(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P				2Q17E
					발표치	y-y	q-q	기준 추정	
매출액	3,428	4,198	4,138	4,557	5,200	51.7	14.1	4,626	4,846
영업이익	492	641	116	368	324	-34.1	-12.0	363	382
영업이익률	14.3	15.3	2.8	8.1	6.2			7.8	7.9
세전이익	570	585	227	192	510	-10.5	165.5	361	429
(지배)순이익	433	444	172	157	387	-10.7	146.9	274	301

자료: WISEfn, NH투자증권 리서치본부 전망

(\*RUC/ODC: Residue Upgrading Complex &amp; Olefin Downstream Complex)

※주: 용어 설명은 첨부된 Appendix 참고

Company Comment | 2017. 4. 19

## Buy (유지)

목표주가 120,000원 (유지)

현재가 (17/04/18) 93,800원

업종 화학

KOSPI / KOSDAQ	2,148.46 / 634.73
시가총액(보통주)	10,560.3십억원
발행주식수(보통주)	112.9백만주
52주 최고가('17/03/31)	100,500원
최저가('16/08/29)	69,400원
평균거래대금(60일)	25,346백만원
배당수익률(2017E)	6.61%
외국인지분율	78.5%

## 주요주주

Aramco Overseas Company BV 외 9 인	63.5%
국민연금	6.1%

주가상승률 3개월 6개월 12개월

절대수익률 (%)	8.6	13.0	2.0
상대수익률 (%)p)	4.6	7.3	-4.7

2016 2017E 2018F 2019F

매출액	16,322	19,930	20,165	21,094
증감률	-8.8	22.1	1.2	4.6
영업이익	1,617	1,649	2,081	2,383
영업이익률	9.9	8.3	10.3	11.3
(지배자분)순이익	1,205	1,268	1,544	1,776
EPS	10,494	11,052	13,506	15,566
증감률	89.9	5.3	22.2	15.3
PER	8.1	8.5	6.9	6.0
PBR	1.5	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.4	6.0	4.7	4.1
ROE	20.5	19.0	21.0	21.4
부채비율	118.4	141.9	135.3	116.8
순차입금	496	2,356	2,241	1,598

단위 : 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배자분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 황유식  
02)768-7391, ys.hwang@nhqv.com

표 1. S-Oil 연간 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	16,322	19,930	20,165	21,094
	- 수정 전	-	19,196	20,286	21,196
	- 변동률	-	3.8	-0.6	-0.5
영업이익	- 수정 후	1,617	1,649	2,081	2,383
	- 수정 전	-	1,584	1,968	2,344
	- 변동률	-	4.1	5.7	1.7
영업이익률(수정 후)		9.9	8.3	10.3	11.3
EBITDA		1,904	2,221	2,765	3,070
(지배지분)순이익		1,205	1,268	1,544	1,776
EPS	- 수정 후	10,494	11,052	13,506	15,566
	- 수정 전	-	10,440	12,891	15,458
	- 변동률	-	5.9	4.8	0.7
PER		8.1	8.5	6.9	6.0
PBR		1.5	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA		5.4	6.0	4.7	4.1
ROE		20.5	19.0	21.0	21.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

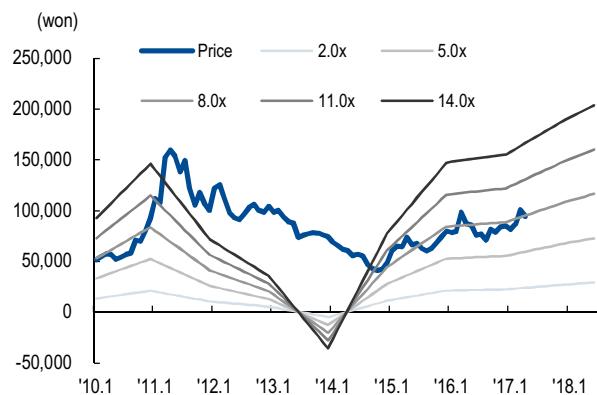
표 2. S-Oil 분기 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018F
매출액	3,428	4,198	4,138	4,557	5,200	4,846	4,952	4,932	16,322	19,930	20,165
정유	2,467	3,215	3,187	3,595	4,044	3,795	3,898	3,920	12,464	15,657	15,900
석유화학	636	637	629	642	771	671	674	669	2,544	2,786	2,778
운활기유	325	346	322	321	385	379	381	343	1,314	1,488	1,487
영업이익	492	641	116	368	324	382	474	468	1,617	1,649	2,081
%OP	14%	15%	3%	8%	6%	8%	10%	9%	10%	8%	10%
정유	220	375	-123	288	100	174	251	276	701	801	1,101
석유화학	144	140	142	91	140	111	120	108	506	478	600
운활기유	128	128	97	66	84	98	104	84	412	370	380
세전이익	570	585	227	192	510	301	475	384	1,575	1,670	2,032
지배기업 순이익	433	444	172	157	387	229	361	292	1,205	1,268	1,544
YOY(%)											
매출액	-21.6%	-18.4%	-6.5%	15.4%	51.7%	15.4%	19.7%	8.2%	-8.8%	22.1%	1.2%
영업이익	106.5%	5.7%	620.1%	흑전	-34.1%	-40.3%	308.2%	27.2%	98%	2%	26%
세전이익	105.0%	4.7%	흑전	478.8%	-10.5%	-48.6%	109.1%	99.6%	94%	6%	22%
지배기업순이익	105.1%	3.4%	흑전	344.1%	-10.7%	-48.4%	110.1%	86.2%	91%	5%	22%
QOQ(%)											
매출액	-13.1%	22.5%	-1.4%	10.1%	14.1%	-6.8%	2.2%	-0.4%			
영업이익	흑전	30.3%	-81.9%	216.7%	-12.0%	18.0%	24.1%	-1.3%			
세전이익	1617.6%	2.6%	-61.2%	-15.3%	165.5%	-41.0%	57.7%	-19.2%			
지배기업순이익	1128.2%	2.4%	-61.3%	-8.8%	146.9%	-40.8%	57.7%	-19.2%			

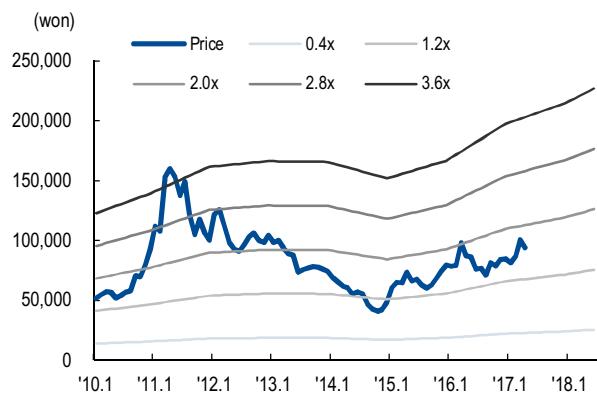
주: IFRS 연결기준, 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. PER BAND CHART



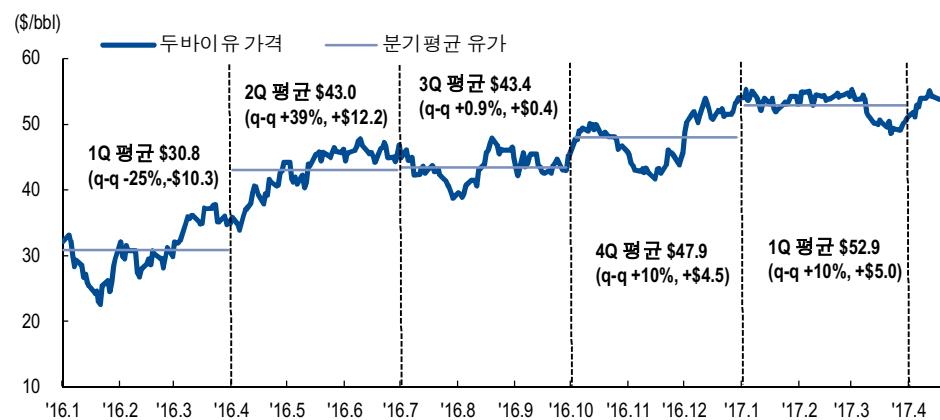
자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. PBR BAND CHART



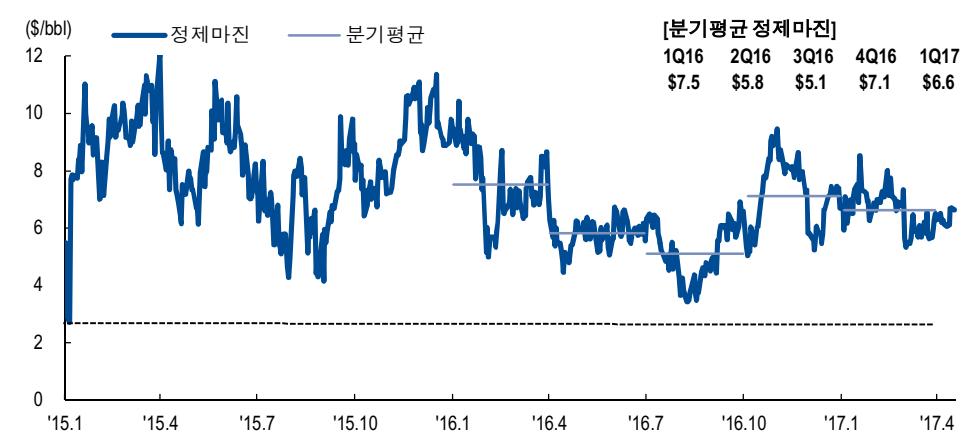
자료: NH투자증권 리서치본부

그림3. 12월 이후 유가 횡보로 유가의 영향은 적음



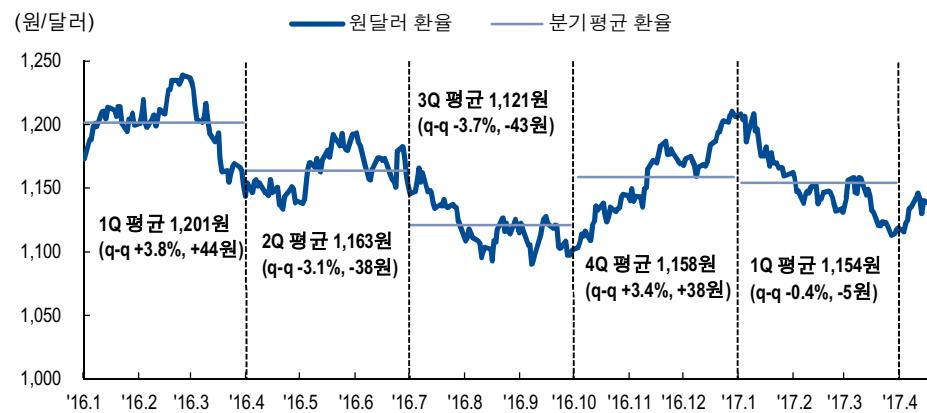
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림4. 1분기 정제마진은 4분기에 비해 소폭 하락



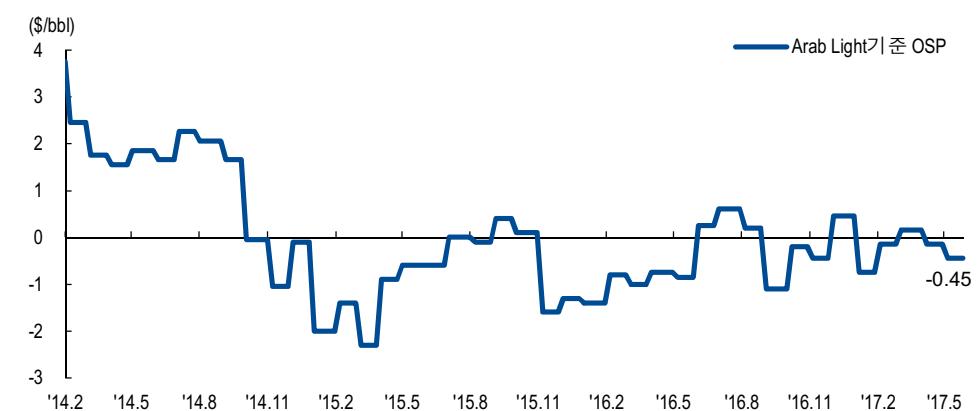
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림5. 2017년 1분기 말 환율 하락으로 영업이익 감소 및 세전이익 증가



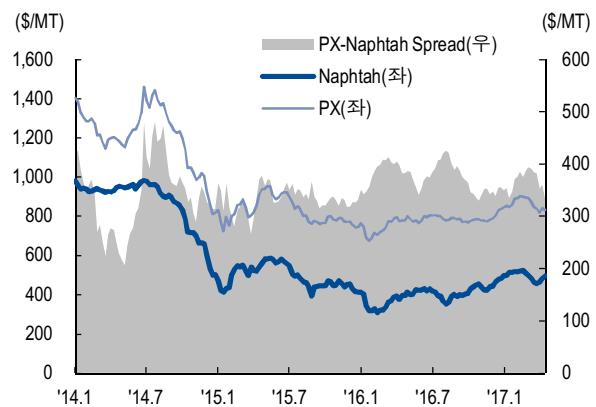
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림6. 2017년 5월 OSP(Official selling price) 배럴당 -0.45 달러로 하락



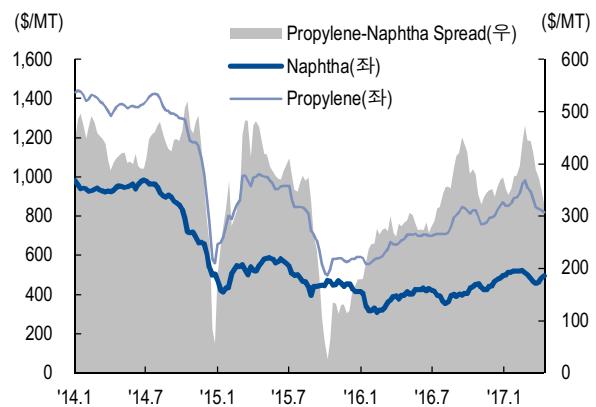
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림7. P-X 가격 스프레드 횡보



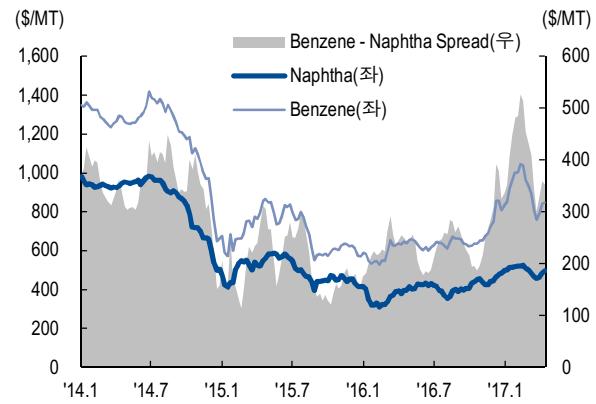
자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

그림8. Propylene 가격 스프레드 안정화



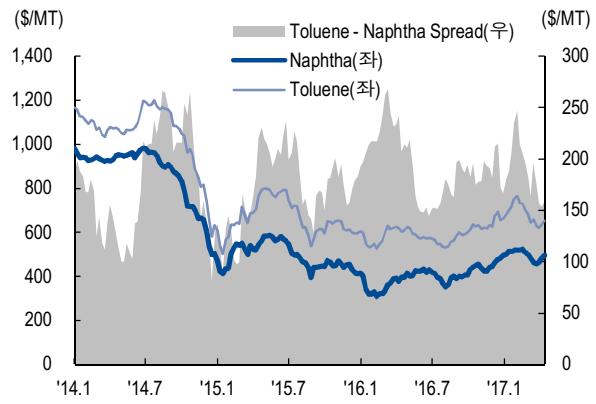
자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

그림9. Benzene 가격 스프레드 안정화



자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

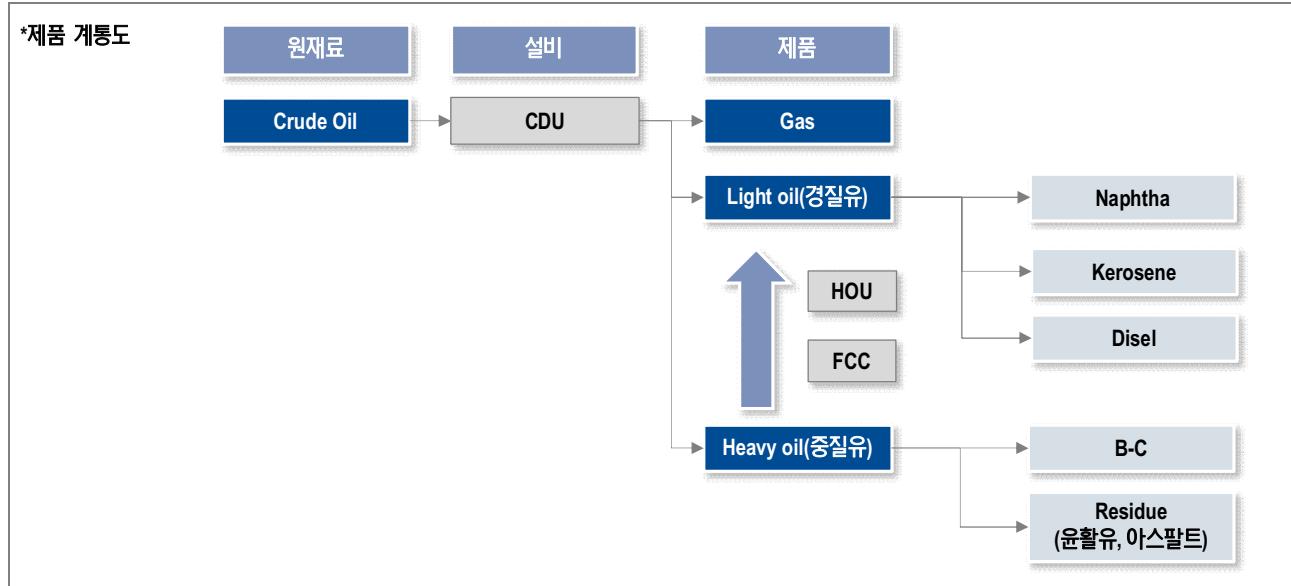
그림10. Toluene 가격 스프레드 하락



자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

## Appendix

Category	Acronym	Full Name
원재료	E&P	Exploration & Production, 자원 개발 및 탐사
	OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries, 석유수출기구
	OSP	Official Selling Price, 두바이유, 브렌트유 등의 기준 유종 가격과 산유국 원유의 실제 가격 차이
원재료	LNG	Liquefied Natural Gas(액화천연가스), 메탄을 냉각해 액화시킨 천연가스
	PNG	Pipeline Natural Gas(파이프라인 운송 천연가스), 대형가스관을 통해 운송되는 천연가스
	LPG	Liquefied Petroleum Gas(액화석유가스), 부탄과 프로판이 주성분인 연료용 가스
	NGL	Natural Gas Liquids(천연가스액), 천연가스로부터 LNG 및 LPG를 제조하는 과정에서 병산되는 액화물
정유, 화학 제품	B-C	Bunker-C, 나프타 유분에서 경질유를 제거한 유출유와 상압 잔사유의 혼합물 및 상압잔사유
	Mixed - X	Mixed - Xylene, 무색 투명의 방향성 냄새를 가진 휘발성 액체로 도료와 농약 제조용으로 주로 사용
	P-X	Para-Xylene, 원료인 Mixed-X로부터 PX를 선택적으로 흡착하는 흡탈착 공정을 통해 분리 생산
	BZ	Benzene, 석유 및 콜타르를 분별 증류하는 과정에서 발생하는 방향족 화합물
전자재료	LiBS	Lithium-ion Battery Separator(리튬이온전지 분리막), 2차전지에서 전극 간 전기 접촉을 막아주는 핵심 소재
	TAC	Tri-acetyl-cellulose, 편광판을 보호해주는 필름으로 광학적 특성이 뛰어난 디스플레이용 전자재료
	FCCL	Flexible Copper Clad Laminated(연성동박적층판), 연성회로기판(FPCB)의 핵심 소재
제조설비	CDU	Crude Distillation Unit(상압증류시설), 원유 주입 후 끓는점 차이를 이용해 각종 석유제품으로 분리
	RUC	Residue Upgrading Complex(잔사유 고도화 콤플렉스), 잔사유를 고도화하여 고부가가치의 휘발유 생산
	ODC	Olefin Downstream Complex(올레핀 다운스트림 콤플렉스), 잔사유를 고도화하여 PP, PO를 생산
	HOU	Heavy Oil Upgrading(중질유 분해시설), 병거 C유를 수소와 촉매를 첨가해 경질유로 전환하는 설비
	RFCC	Residue Fluidized Catalytic Cracking(잔사유 접촉 분해시설), 수소를 첨가하지 않는 공정으로 가솔린 생산
	RHDS	Residue Hydro-De-Sulfurization(중질유 탈황시설), 황성분을 제거하여 경질유로 전환하는 고부가가치 설비

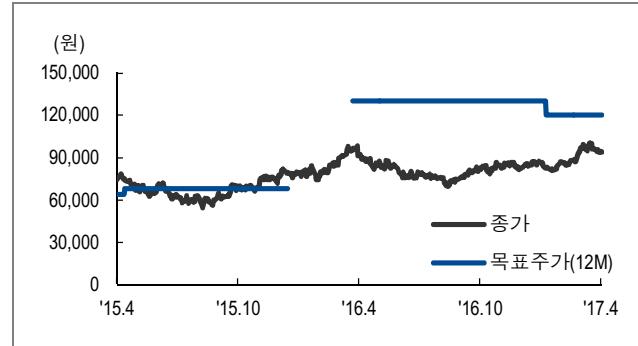


STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation / Profitability / Stability				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F		2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
<b>매출액</b>	<b>16,322</b>	<b>19,930</b>	<b>20,165</b>	<b>21,094</b>	PER(X)	8.1	8.5	6.9	6.0
증감률 (%)	-8.8	22.1	1.2	4.6	PBR(X)	1.5	1.6	1.4	1.2
<b>매출원가</b>	<b>14,021</b>	<b>17,444</b>	<b>17,237</b>	<b>17,824</b>	PCR(X)	5.0	4.6	3.8	3.4
<b>매출총이익</b>	<b>2,301</b>	<b>2,486</b>	<b>2,929</b>	<b>3,270</b>	PSR(X)	0.6	0.5	0.5	0.5
Gross 마진 (%)	14.1	12.5	14.5	15.5	EV/EBITDA(X)	5.4	6.0	4.7	4.1
판매비와 일반관리비	684	838	847	886	EV/EBIT(X)	6.3	8.0	6.3	5.2
<b>영업이익</b>	<b>1,617</b>	<b>1,649</b>	<b>2,081</b>	<b>2,383</b>	EPS(W)	10,494	11,052	13,506	15,566
증감률 (%)	97.8	2.0	26.2	14.5	BPS(W)	54,814	59,499	66,553	75,596
OP 마진 (%)	9.9	8.3	10.3	11.3	SPS(W)	144,976	177,029	179,115	187,363
<b>EBITDA</b>	<b>1,904</b>	<b>2,221</b>	<b>2,765</b>	<b>3,070</b>	자기자본이익률(ROE, %)	20.5	19.0	21.0	21.4
<b>영업외손익</b>	<b>-42</b>	<b>21</b>	<b>-49</b>	<b>-46</b>	총자산이익률(ROA, %)	9.7	8.2	8.8	9.5
금융수익(비용)	-60	-27	-63	-60	투하자본이익률 (ROIC, %)	25.5	20.5	20.7	22.0
기타영업외손익	11	41	6	6	배당수익률(%)	7.3	6.6	6.6	6.6
종속, 관계기업관련손익	7	8	8	8	배당성향(%)	57.9	55.0	45.2	39.3
<b>세전계속사업이익</b>	<b>1,575</b>	<b>1,670</b>	<b>2,032</b>	<b>2,337</b>	총현금배당금(십억원)	722	722	722	722
<b>법인세비용</b>	<b>370</b>	<b>402</b>	<b>488</b>	<b>561</b>	보통주 주당배당금(W)	6,200	6,200	6,200	6,200
계속사업이익	1,205	1,268	1,544	1,776	순부채(현금)/자기자본(%)	7.8	34.0	28.9	18.1
<b>당기순이익</b>	<b>1,205</b>	<b>1,268</b>	<b>1,544</b>	<b>1,776</b>	총부채/ 자기자본(%)	118.4	141.9	135.3	116.8
증감률 (%)	90.9	5.2	21.8	15.0	이자발생부채	4,760	6,702	7,135	6,879
Net 마진 (%)	7.4	6.4	7.7	8.4	유동비율(%)	165.0	141.4	134.3	152.1
지배주주지분 순이익	1,205	1,268	1,544	1,776	총발행주식수(mn)	117	117	117	117
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	액면가(W)	2,500	2,500	2,500	2,500
기타포괄이익	6	0	0	0	주가(W)	84,700	93,800	93,800	93,800
<b>총포괄이익</b>	<b>1,211</b>	<b>1,268</b>	<b>1,544</b>	<b>1,776</b>	시가총액(십억원)	9,761	10,869	10,869	10,869

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F	(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
<b>현금및현금성자산</b>	767	672	1,035	1,370	<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,722</b>	<b>2,123</b>	<b>2,533</b>	<b>2,078</b>
매출채권	1,155	1,155	1,155	1,212	당기순이익	1,205	1,268	1,544	1,776
<b>유동자산</b>	<b>7,974</b>	<b>8,099</b>	<b>8,552</b>	<b>9,361</b>	+ 유/무형자산상각비	287	572	684	687
유형자산	5,711	8,440	9,464	9,503	+ 종속, 관계기업관련손익	-7	-8	-8	-8
투자자산	123	106	114	115	+ 외화환산손실(이익)	99	0	0	0
<b>비유동자산</b>	<b>5,985</b>	<b>8,687</b>	<b>9,710</b>	<b>9,745</b>	Gross Cash Flow	1,900	2,295	2,790	3,095
<b>자산총계</b>	<b>13,959</b>	<b>16,786</b>	<b>18,263</b>	<b>19,106</b>	- 운전자본의증가(감소)	-188	291	312	-377
단기성부채	2,197	2,753	3,186	2,929	<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,967</b>	<b>-3,439</b>	<b>-1,880</b>	<b>-765</b>
매입채무	1,141	1,255	1,343	1,361	+ 유형자산 감소	7	0	0	0
<b>유동부채</b>	<b>4,833</b>	<b>5,727</b>	<b>6,370</b>	<b>6,156</b>	- 유형자산 증가(CAPEX)	-1,064	-3,291	-1,700	-720
장기성부채	2,564	3,950	3,950	3,950	+ 투자자산의매각(취득)	17	25	1	6
장기충당부채	0	0	0	0	Free Cash Flow	658	-1,168	833	1,358
<b>비유동부채</b>	<b>2,735</b>	<b>4,121</b>	<b>4,133</b>	<b>4,135</b>	Net Cash Flow	-245	-1,316	652	1,313
<b>부채총계</b>	<b>7,567</b>	<b>9,848</b>	<b>10,502</b>	<b>10,291</b>	<b>재무활동현금흐름</b>	<b>811</b>	<b>1,220</b>	<b>-289</b>	<b>-979</b>
자본금	292	292	292	292	자기자본 증가	0	0	0	0
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	부채증감	811	1,220	-289	-979
이익잉여금	4,745	5,292	6,114	7,169	현금의증가	566	-96	363	334
비지배주주지분	0	0	0	0	기말현금 및 현금성자산	767	672	1,035	1,370
<b>자본총계</b>	<b>6,392</b>	<b>6,938</b>	<b>7,760</b>	<b>8,815</b>	기말 순부채(순현금)	496	2,356	2,241	1,598

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
S-Oil	010950.KS	2017.02.02	Buy	120,000원(12개월)
		2016.04.07	Buy	130,000원(12개월)
			담당 Analyst 변경	
		2015.04.28	Hold	68,000원(12개월)
		2015.04.02	Hold	64,000원(12개월)



## 종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. 2017년 4월 14일기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
74.8%	25.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'S-Oil'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지([www.nhqv.com](http://www.nhqv.com))에서 이를 조회하실 수 있습니다.