

2017/07/03

S-Oil(010950)

2Q17을 바닥으로 실적 개선 예상

■ 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. **윙활기유사업부문**(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 윙활기유사업부문의 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 투자자의견 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 주가에서 5.5%로 예상되고 있어 매력적인 주가 수준이라는 판단이다.

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

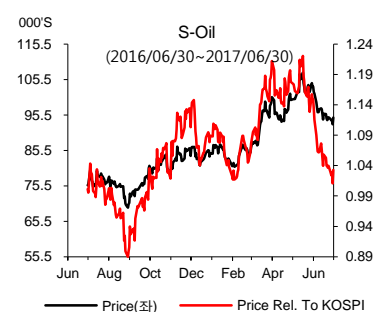
Buy (Maintain)

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

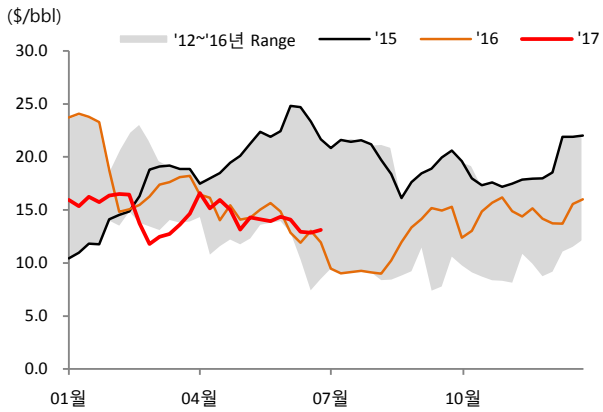
<표 2> S-Oil 부문별 실적추이 및 전망

(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%
유통기유	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%
유통기유	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%

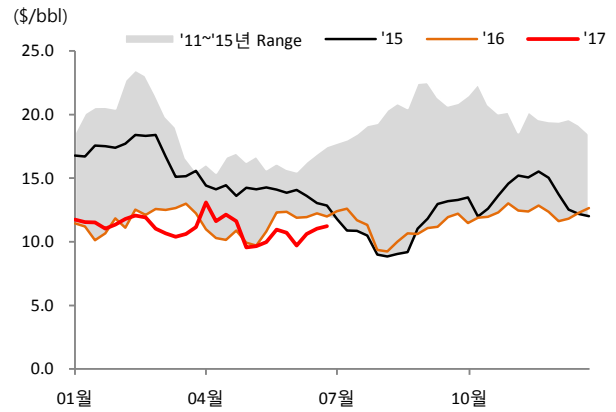
자료: 하이투자증권

<그림 1> 휘발유마진 추이



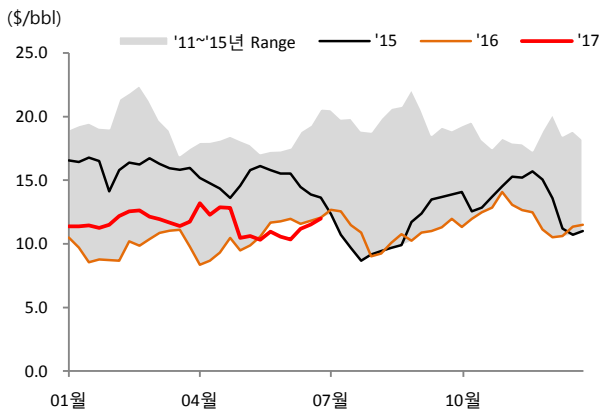
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 2> 등유마진 추이



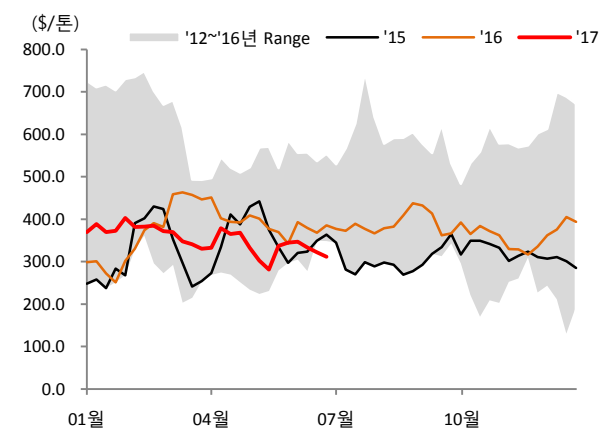
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 3> 경유마진 추이



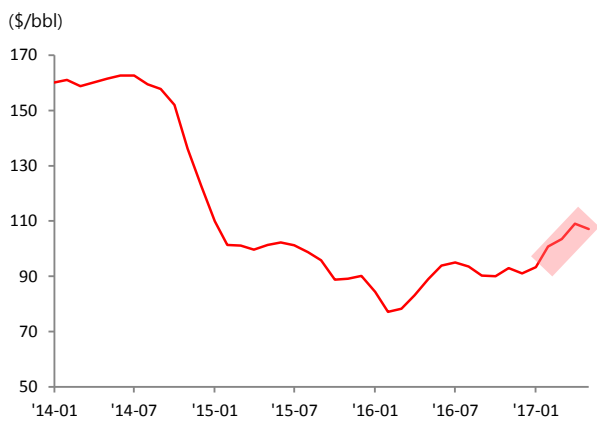
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 4> PX 가격 및 스프레드 추이



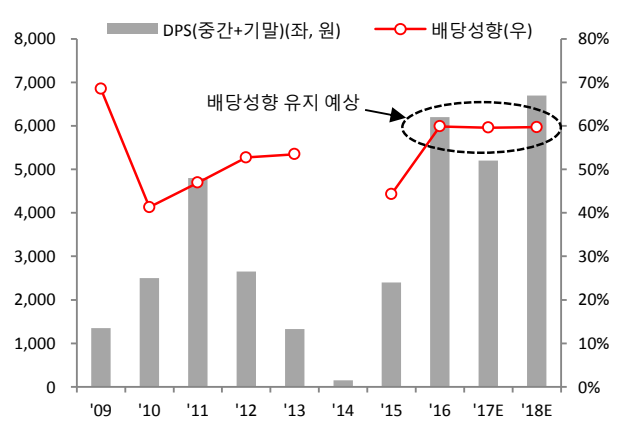
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 5> 윤활기유 수출단가 추이



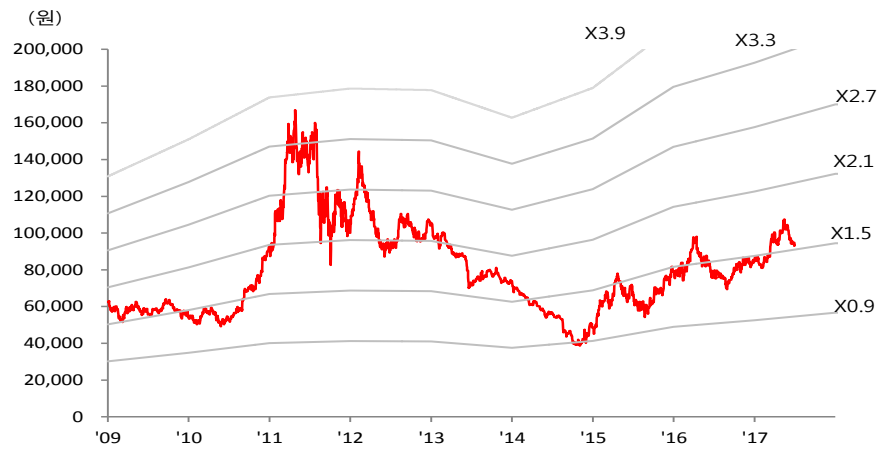
자료: KITA, 하이투자증권

<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

	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

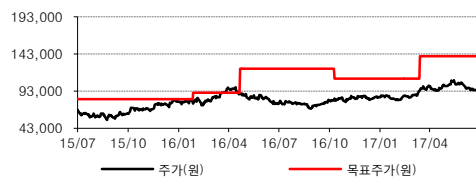
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,722	1,690	1,780	1,980
당기순이익	1,205	1,017	1,309	1,609
유형자산감가상각비	278	336	732	886
무형자산상각비	8	10	8	7
지분법관련손실(이익)	7	7	7	7
투자활동 현금흐름	-1,967	-263	-1,621	-731
유형자산의 처분(취득)	-1,056	-3,190	-1,800	-730
무형자산의 처분(취득)	11	-	-	-
금융상품의 증감	1,486	-2,572	-202	-20
재무활동 현금흐름	811	-1,083	-306	-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 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

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

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -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 %	-