

2017/04/19

S-Oil(010950)

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

정제마진 개선으로 2Q17 실적도 기대

Buy(Maintain)

■ 1Q17 Review: 환율효과가 만든 착시 현상

동사의 1Q17 실적은 매출액 52,001억원(YoY +51.7%), 영업이익 3,239억원(YoY -34.1%)을 기록하며 시장기대를 하회했다. 이는 3월 평균 원/달러 환율이 1,134.5원/USD로 지난해 12월 평균 환율 1,184.3원/USD 대비 49.8원 하락하면서 영업이익이 약 900억원 감소했기 때문이다. 환율 효과를 제외하면 영업이익은 시장기대치를 상회했을 것으로 판단한다. 환율 하락에 따른 영업이익 감소는 영업외단에서 외환차익으로 보상되며 특히 1Q17은 기말환율이 크게 하락하면서 외환차익이 1,803억원 발생해 순이익은 오히려 시장기대를 크게 상회했다.

정유사업부문(매출 40,440억원, 영업이익 1,002억원)은 원/달러 환율 하락(영업이익에 730억원 영향)과 유가안정에 따른 긍정적인 레깅효과 소멸로 영업이익이 QoQ 1,291억원 감소했다. **유탄기유사업부문**(매출 3,847억원, 영업이익 841억원)은 제품가격이 시차를 두고 유가 상승분을 반영하면서 스프레드가 개선되어 영업이익이 QoQ 251억원 증가했다.

■ 정제마진 개선으로 2Q17 실적도 기대

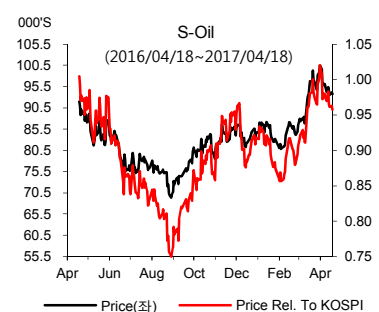
2Q17에는 정제마진이 개선되면서 영업이익이 QoQ 증가할 것으로 예상된다. 동사 정유사업부문 매출의 36.3%를 차지하는 경유는 수요 증가로 마진이 강세를 보이고 있으며, 휘발유 마진은 미국 휘발유 재고 감소와 ADNOC의 가동중단 등으로 스프레드가 확대될 가능성이 높다. 석유화학 부문은 경쟁사의 PX 증설설비 가동이 미뤄지는 반면 PTA 설비는 예정대로 가동되면서 PX 마진이 견조한 추이를 유지할 것으로 예상된다. 다만, 2Q17에는 #2 PX 설비의 정기보수가 예정되어 있어 석유화학부문의 영업이익은 QoQ 감소할 전망이다. 이번 실적발표 컨콜에서 회사측이 밝혔듯이 동사의 배당성향은 2017년에도 2016년과 유사한 수준을 유지할 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 배당수익률은 현재 주가 수준에서도 5%를 넘어설 것으로 추정한다. 2018년 증설된 설비(RUC/ODC 프로젝트)가 가동되면서 이익 증가가 예상되고 배당수익률도 5%이상 예상되는 동사에 대해 매수 전략을 추천한다(투자 의견 Buy, 목표주가 140,000원 유지).

목표주가(6M)	140,000원
종가 (2017/04/18)	93,800원

Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,660만주
시가총액	10,869십억원
외국인지분율	78.5%
배당금(2016)	6,200원
EPS(2017E)	9,086원
BPS(2017E)	58,655원
ROE(2017E)	16.0%
52주 주가	69,400~100,500원
60일평균거래량	281,922주
60일평균거래대금	25.3십억원

Price Trend



<표 1> S-Oil 1Q17 Review

(단위: 십억원)

	1Q16	4Q16	1Q17	증감률		컨센서스	
				YoY	QoQ	1Q17	차이
매출액	3,428.4	4,557.1	5,200.1	51.7%	14.1%	4,972.0	4.6%
영업이익	491.8	368.0	323.9	-34.1%	-12.0%	381.8	-15.2%
OPM	14.3%	8.1%	6.2%	-	-	7.7%	-
순이익	433.3	156.7	386.6	-10.8%	146.8%	333.6	15.9%

자료: Quantwise, 하이투자증권

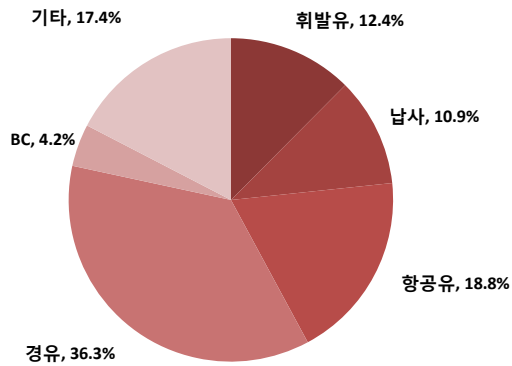
<표 2> S-Oil 부문별 실적추이 및 전망

(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	4,441.5	4,650.7	5,085.8	16,321.8	19,378.2	21,141.2
QoQ	-13.1%	22.5%	-1.4%	10.1%	14.1%	-14.6%	4.7%	9.4%	-	-	-
YoY	-21.6%	-18.4%	-6.5%	15.4%	51.7%	5.8%	12.4%	11.6%	-8.8%	18.7%	9.1%
정유	2,467.0	3,215.3	3,187.4	3,594.5	4,044.0	3,529.4	3,647.2	4,009.4	16,073.4	15,037.0	16,098.5
YoY	-28.8%	-20.8%	-8.6%	18.1%	63.9%	9.8%	14.4%	11.5%	5.5%	-6.4%	7.1%
석유화학	636.0	637.3	628.6	642.1	771.4	604.5	685.9	757.6	2,544.0	2,819.3	3,716.1
YoY	19.6%	-10.3%	3.0%	-0.3%	21.3%	-5.1%	9.1%	18.0%	1.9%	10.8%	31.8%
윤활기유	325.4	345.8	321.9	320.5	384.7	307.7	317.7	318.9	1,313.6	1,329.0	1,351.7
YoY	-13.9%	-7.4%	-2.2%	23.8%	18.2%	-11.0%	-1.3%	-0.5%	-1.9%	1.2%	1.7%
영업이익	491.8	640.9	116.2	368.0	323.9	383.6	355.6	418.2	1,616.9	1,481.4	1,882.7
OPM	14.3%	15.3%	2.8%	8.1%	6.2%	8.6%	7.6%	8.2%	9.9%	7.6%	8.9%
QoQ	흑전	30.3%	-81.9%	216.7%	-12.0%	18.4%	-7.3%	17.6%	-	-	-
YoY	106.5%	5.7%	620.1%	흑전	-34.1%	-40.1%	206.0%	13.6%	97.8%	-8.4%	27.1%
정유	220.3	372.9	-123.4	229.3	100.2	208.2	150.9	187.9	699.0	647.3	746.0
OPM	8.9%	11.6%	-3.9%	6.4%	2.5%	5.9%	4.1%	4.7%	4.3%	4.3%	4.6%
YoY	85.1%	-20.3%	적지	흑전	-54.5%	-44.2%	흑전	-18.0%	151.5%	-7.4%	15.3%
석유화학	144.1	139.9	142.2	79.7	139.6	96.6	125.9	150.8	505.9	512.9	800.8
OPM	22.7%	22.0%	22.6%	12.4%	18.1%	16.0%	18.4%	19.9%	19.9%	18.2%	21.6%
YoY	212.5%	113.6%	61.6%	-8.4%	-3.1%	-31.0%	-11.5%	89.1%	76.5%	1.4%	56.2%
윤활기유	127.5	128.1	97.4	59.0	84.1	78.9	78.8	79.4	412.0	321.2	335.9
OPM	39.2%	37.0%	30.3%	18.4%	21.9%	25.6%	24.8%	24.9%	31.4%	24.2%	24.8%
YoY	74.7%	61.1%	1.9%	-13.1%	-34.0%	-38.4%	-19.1%	34.6%	30.4%	-22.0%	4.6%
순이익	433.3	443.6	171.8	156.7	386.6	221.9	194.3	256.7	1,205.4	1,059.4	1,312.5
NPM	12.6%	10.6%	4.2%	3.4%	7.4%	5.0%	4.2%	5.0%	7.4%	5.5%	6.2%
YoY	105.1%	3.4%	흑전	344.1%	-10.8%	-50.0%	13.1%	63.8%	90.9%	-12.1%	23.9%

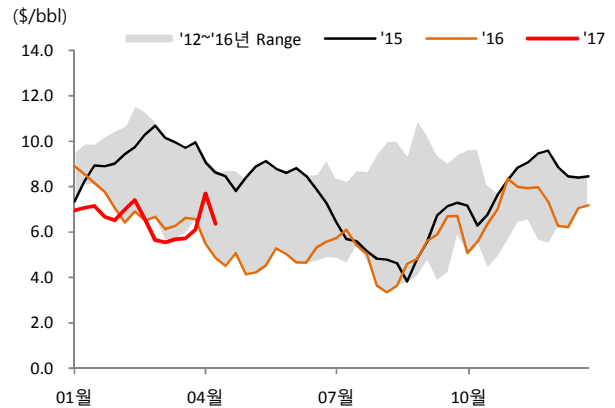
자료: 하이투자증권

<그림 1> S-Oil 정유사업부문 매출 구성(금액기준)



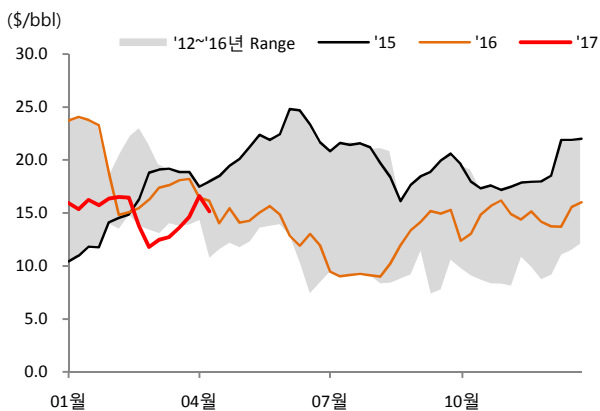
자료: S-Oil, 하이투자증권

<그림 2> 복합정제마진 추이



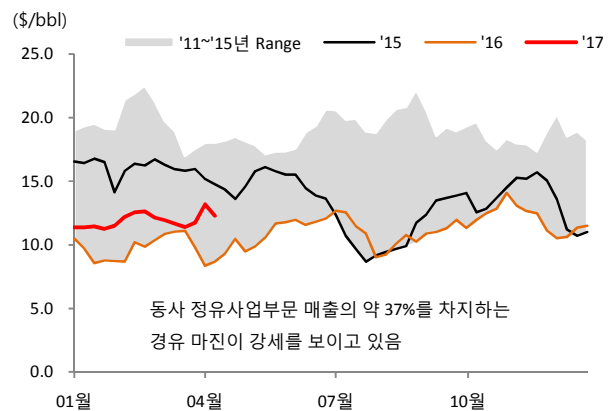
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 3> 휘발유마진 추이



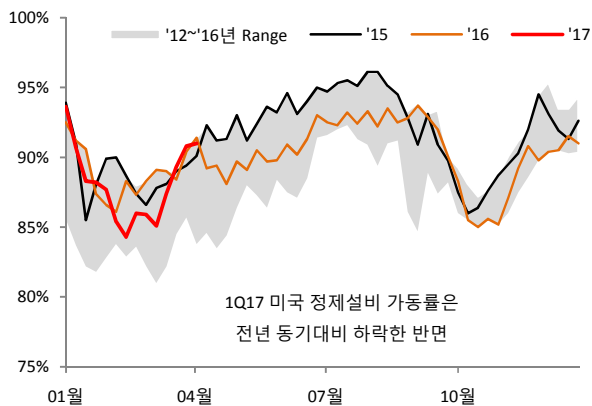
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 4> 경유마진 추이



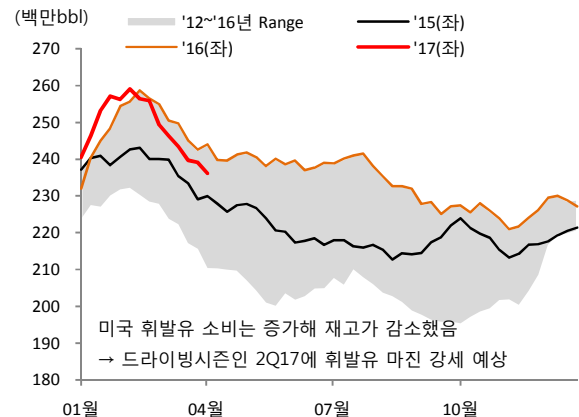
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 5> 미국 정제설비 가동률



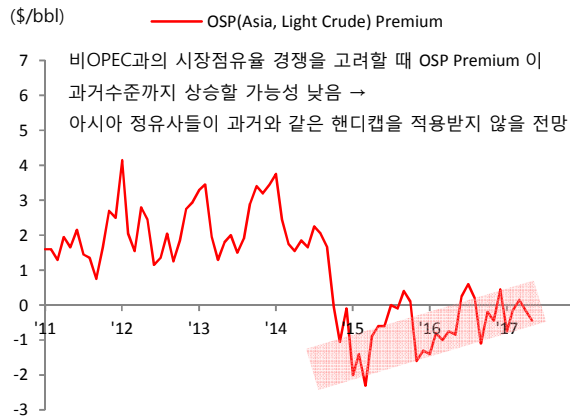
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 6> 미국 휘발유 재고 추이



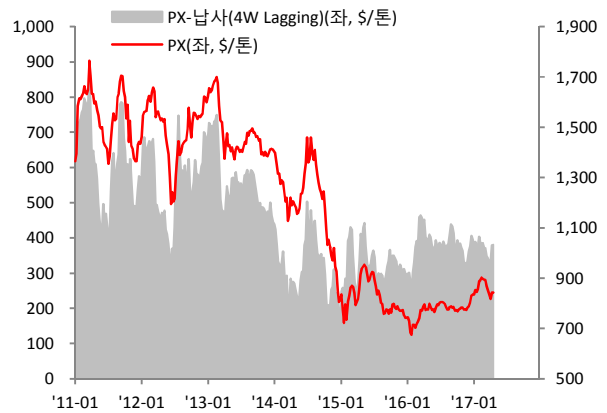
자료: Petronet, 하이투자증권

<그림 7> OSP Premium 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 8> PX 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, 하이투자증권

<표 3> 2017 년 아시아 지역 PX 설비 증설 계획

지역	위치	업체	CAPA(만톤)	예상가동시기	비고
인도	Jamnagar	Reliance	220	1Q17~2Q17	80만톤은 2016년 12월 가동 시작
사우디	Jeddah	Petro Rabigh	134	2Q17	신규 설비 가동
베트남	South Hanoi	Nghi Son Oil Refinery & Petrochemical	68	2017년 중순	신규 설비 가동
한국	대산	한화토탈	20	2Q17	#2 Aromatic Plant Debottlenecking
합계			442		

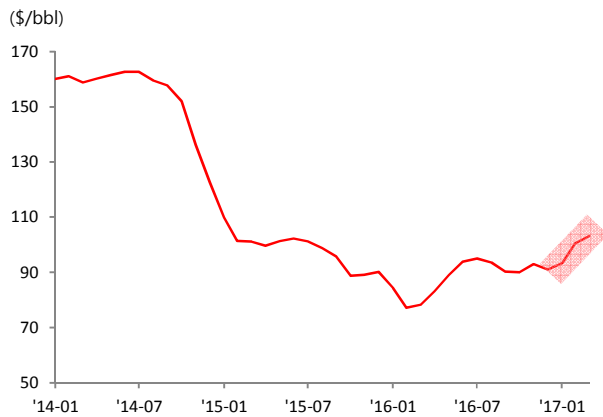
자료: Platts, 하이투자증권

<표 4> 2017 년 아시아 지역 PTA 설비 증설 계획

국가	위치	업체	CAPA(만톤)	예상가동시기	비고
대만	Taoyuan	Oriental Petrochemical	150	2Q17~3Q17	#3 PTA(신규 설비) 가동
			-40	3Q17	#1 PTA 스크랩
			110	3Q17	#3 PTA 가동 후 #1 PTA 가동 중단 예정
중국	Sichuan	Chongqing Pengwei Petrochemical	90	1Q17	가동 중단 설비 재가동
	Fujian	Xianglu Petrochemical	150	2017년 중	가동 중단 설비 재가동
	-	Shaoxing Reignwood Petrochemical	140	1Q17	가동 중단 설비 재가동
	Zhejiang	Tongkun Group	220	2017년 말	신규 설비 가동
합계			710		

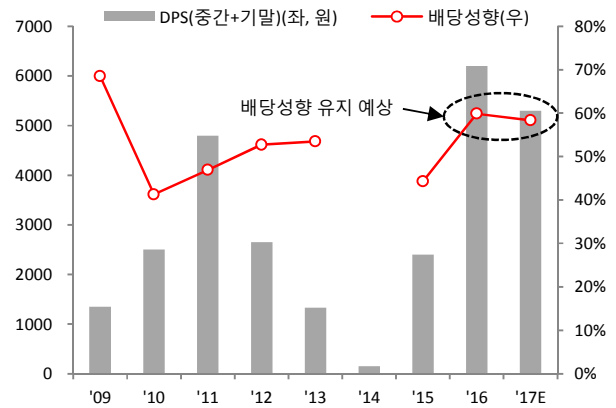
자료: Platts, 하이투자증권

<그림 9> 윤활기유 수출단가 추이



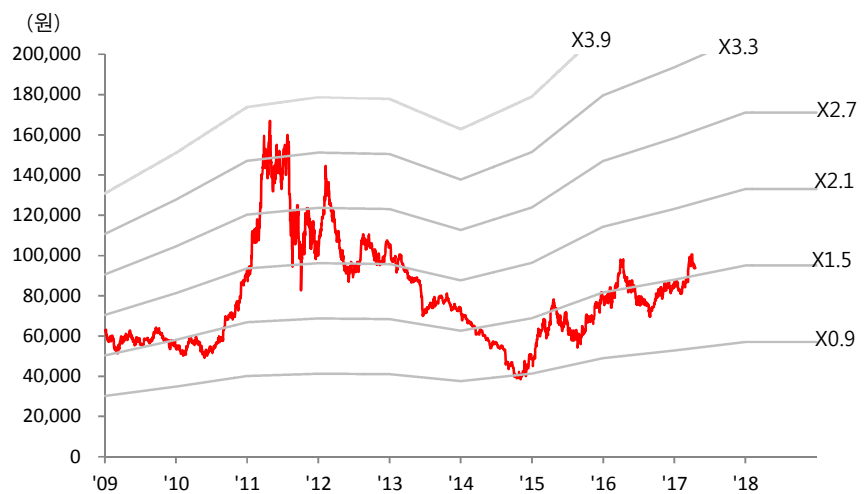
자료: KITA, 하이투자증권

<그림 10> DPS(중간+기말)와 배당성향 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<그림 11> S-oil PBR 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표 (단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	7,974	5,472	5,627	5,820
현금 및 현금성자산	767	1,055	1,035	1,102
단기금융자산	3,446	413	310	310
매출채권	1,326	1,473	1,564	1,674
재고자산	2,423	2,519	2,706	2,721
비유동자산	5,985	8,838	9,905	9,750
유형자산	5,711	8,565	9,633	9,478
무형자산	54	46	39	33
자산총계	13,959	14,310	15,532	15,570
유동부채	4,833	5,046	5,170	5,005
매입채무	1,141	1,354	1,478	1,463
단기차입금	1,789	1,789	1,789	1,639
유동성장기부채	357	357	357	357
비유동부채	2,735	2,424	2,974	2,539
사채	1,971	1,671	2,221	1,786
장기차입금	592	581	581	581
부채총계	7,567	7,470	8,143	7,543
지배주주지분	6,392	6,840	7,389	8,026
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,745	5,187	5,731	6,362
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	6,392	6,840	7,389	8,026

포괄손익계산서

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	16,322	19,378	21,141	20,929
증가율(%)	-8.8	18.7	9.1	-1.0
매출원가	14,021	17,182	18,490	18,033
매출총이익	2,301	2,196	2,652	2,896
판매비와관리비	684	715	769	767
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,617	1,481	1,883	2,129
증가율(%)	97.8	-8.4	27.1	13.1
영업이익률(%)	9.9	7.6	8.9	10.2
이자수익	55	21	19	21
이자비용	56	93	105	97
지분법이익(손실)	7	7	7	7
기타영업외손익	11	7	-29	-29
세전계속사업이익	1,575	1,413	1,750	2,007
법인세비용	370	353	438	502
세전계속이익률(%)	9.7	7.3	8.3	9.6
당기순이익	1,205	1,059	1,313	1,505
순이익률(%)	7.4	5.5	6.2	7.2
지배주주귀속 순이익	1,205	1,059	1,313	1,505
기타포괄이익	6	6	6	6
총포괄이익	1,211	1,065	1,318	1,511
지배주주귀속총포괄이익	1,211	1,065	1,318	1,511

현금흐름표

	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,722	1,443	1,562	2,160
당기순이익	1,205	1,059	1,313	1,505
유형자산감가상각비	278	336	732	886
무형자산상각비	8	8	7	6
지분법관련손실(이익)	7	7	7	7
투자활동 현금흐름	-1,967	-159	-1,698	-731
유형자산의 처분(취득)	-1,056	-3,190	-1,800	-730
무형자산의 처분(취득)	11	-	-	-
금융상품의 증감	1,486	-2,745	-124	68
재무활동 현금흐름	811	-1,033	-68	-1,354
단기금융부채의증감	558	-	-	-150
장기금융부채의증감	-311	550	-435	-380
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-210	-722	-618	-769
현금및현금성자산의증감	566	287	-20	68
기초현금및현금성자산	201	767	1,055	1,035
기말현금및현금성자산	767	1,055	1,035	1,102

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	10,337	9,086	11,256	12,907
BPS	54,814	58,655	63,369	68,835
CFPS	12,796	12,035	17,594	20,554
DPS	6,200	5,300	6,600	7,500
Valuation(배)				
PER	8.2	10.3	8.3	7.3
PBR	1.5	1.6	1.5	1.4
PCR	6.6	7.8	5.3	4.6
EV/EBITDA	5.4	7.6	5.5	4.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	20.5	16.0	18.4	19.5
EBITDA 이익률	11.7	9.4	12.4	14.4
부채비율	118.4	109.2	110.2	94.0
순부채비율	7.8	42.8	48.8	36.8
매출채권회전율(x)	12.6	13.8	13.9	12.9
재고자산회전율(x)	8.1	7.8	8.1	7.7

자료 : S-Oil, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	목표주가
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
2015-06-08(담당자변경)	Buy	82,000

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 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매 수): 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 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-