

2017. 4. 19



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 130,000 원

현재주가 (4.18) 93,800 원

상승여력 38.6 %

KOSPI 2,148.46pt

시가총액 105,603억원

발행주식수 11,258만주

유동주식비율 36.54%

외국인비중 78.48%

52주 최고/최저가 100,500 원 / 69,400원

평균거래대금 253.4억원

주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 63.5%

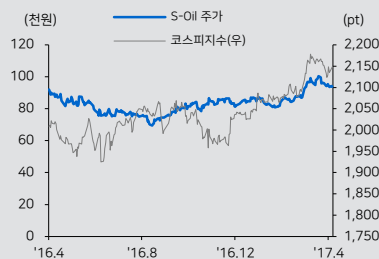
국민연금 5.0%

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -3.10 13.01 1.96

상대주가 -1.60 9.27 -0.73

주가그래프



S-Oil 010950

기초체력 강화, 배당매력도 증가
결론은 주가의 추가 상승 여력 존재

- ✓ 1Q17 영업이익 3,239억원(-34.1% YoY, -12.0% QoQ)로 시장 예상치 하회
- ✓ 글로벌 정제설비 폐쇄가 예정된 가운데, 석유제품 수요 증가로 정제마진은 개선 중
- ✓ 역대 P-X 신규 가동 지연되며 공급 증가 위험이 해소, 화학부문 이익 성장 지속
- ✓ 18년 고도화설비 증설에 따른 외형성장과 높아진 배당매력이 핵심 투자 포인트
- ✓ 적정주가 13만원을 유지(17년 기준 PER 8.8배, PBR 1.6배, ROE 18.4% 수준)

1Q17 영업이익 3,239 억원(-34.1% YoY, -12.0% QoQ) 달성

1Q17 영업이익은 3,239억원(정유 +1,002억원, 석유화학 +1,396억원, 윤활기유 +841억원)을 달성했다. 1Q17과 4Q16 유가의 변동성이 미미했다는 점에서 재고평가손익은 발생하지 않았고, 외환관련 손실 -900억원(정유 -720억원, 석유화학 -160억원, 윤활기유 -50억원)이 반영되었다.

정유부문은 정제마진(1Q17 6.5달러/배럴, -8.4% QoQ) 하락에 따라 이익규모가 감소, 화학부문은 P-X(1Q17 373달러/톤, +8.7% QoQ)와 벤젠(1Q17 421달러/톤, +55.3% QoQ) 스프레드 확대에 따라 전 분기 대비 이익이 증가했다.

2Q17 영업이익 5,105 억원으로 추정: 정유 실적 회복, 견조한 화학 이익

2Q17 영업이익은 5,105억원(정유 +2,804억원, 석유화학 +1,280억원, 윤활기유 +1,021억원)을 추정한다. 정유부문은 유가 상승에 따라 재고평가이익(+400억원)과 정제마진 개선으로 이익이 증가한다. 정제마진 개선은 (1) 계절적 수요 증가, (2) 일본 정제설비 폐쇄(40만배럴/일), (3) 역대 정기보수(200만배럴/일), (4) 사우디의 OSP할인 정책이 지속되기 때문이다. 화학부문의 강세는 지속되겠다. 이는 (1) 역대 P-X 신규 가동이 지연됨에 따라 수급에 변화가 없고, (2) 중국 내 SM 증설과 ABS 수요 증가로 벤젠 수요가 연간 6.8% 증가하며 가격 강세를 견인하기 때문이다.

투자 키워드는 고배당 매력과 증설을 통한 외형확대

16년도 배당금(6,200원, 시가 배당률 7.3%) 발표 이후 배당 모멘텀으로 주가는 상승했고, 최근 주가는 고배당 매력으로 바닥이 지지되는 모습이다. 기반연된 배당요소를 제외한 주가의 추가 상승에는 이익 모멘텀이 필요하다. 동사는 2H18 고도화설비(RFCC) 증설(PO 30만톤, PP 40만톤)을 앞두고 있다. 증설 이후 19년 연간 영업이익은 2,000억원으로 이익 규모가 확대될 전망이다. 동사의 고배당 매력과 정유/비정유의 견조한 실적이 유지된다는 점에서 적정주가 13만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	28,557.6	-289.7	-287.8	-2,563	적전	41,671	n/a	1.2	161.1	-5.6	108.9
2015	17,890.3	817.6	631.3	5,525	흑전	45,819	14.4	1.7	9.2	12.3	100.3
2016	16,321.8	1,616.9	1,205.4	10,494	89.9	54,347	7.6	1.6	5.4	20.5	118.4
2017E	21,048.3	1,696.3	1,218.5	10,611	1.1	58,684	8.8	1.6	6.6	18.4	152.5
2018E	22,545.5	1,890.5	1,258.3	10,964	3.3	63,349	8.6	1.5	5.2	17.6	163.1

표1 S-Oil 1Q17 Earnings Review

(십억원)	1Q17P	1Q16	(% YoY)	4Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,200.1	3,428.4	51.7	4,557.1	14.1	4,795.2	8.4%	4,956.8	4.9
영업이익	323.9	491.8	-34.1	368.0	-12.0	351.3	-7.8%	423.3	-23.5
순이익(지배)	386.6	433.3	-10.8	156.7	146.7	196.0	97.2%	329.6	17.3

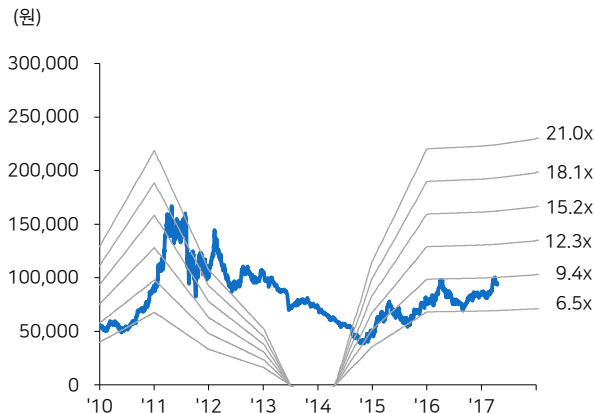
자료: S-Oil, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표2 S-Oil 사업부문별 실적 추정치

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	3,428.4	4,198.4	4,137.9	4,557.1	5,200.1	4,990.0	5,384.9	5,473.2	16,321.8	21,048.3	22,545.5
정유	2,467.0	3,215.3	3,187.4	3,594.5	4,044.0	3,737.4	4,123.6	4,241.5	12,464.2	16,146.6	17,025.9
석유화학	636.0	637.3	628.6	642.1	771.4	748.0	765.7	735.0	2,544.0	3,020.2	3,555.6
유탄기유	325.4	345.8	321.9	320.5	384.7	504.5	495.6	496.7	1,313.6	1,881.5	1,964.0
영업이익	491.8	640.9	116.2	368.0	323.9	510.5	474.6	387.2	1,616.9	1,696.3	1,890.5
% OP	14.3%	15.3%	2.8%	8.1%	6.2%	10.2%	8.8%	7.1%	9.9%	8.1%	8.4%
정유	219.8	374.8	-123.4	287.7	100.2	280.4	242.7	176.0	758.9	799.3	791.1
석유화학	144.1	140.0	142.2	90.8	139.6	128.0	134.3	120.1	517.1	522.1	717.7
유탄기유	127.5	128.0	97.4	65.5	84.1	102.1	97.6	91.1	418.4	374.9	381.7
세전이익	570.4	585.4	227.1	192.2	510.3	438.2	395.4	275.8	1,575.1	1,619.7	1,677.7
순이익(지배주주)	433.3	443.6	171.8	156.7	386.6	328.7	296.5	206.9	1,205.4	1,218.6	1,258.3
% YoY											
매출액	-21.6%	-18.4%	-6.5%	15.4%	51.7%	18.9%	30.1%	20.1%	-8.8%	29.0%	7.1%
영업이익	106.6%	5.7%	621.7%	흑전	-34.1%	-20.3%	308.4%	5.2%	97.8%	4.9%	11.4%
세전이익	105.0%	4.7%	흑전	478.9%	-10.5%	-25.1%	74.1%	43.5%	93.8%	2.8%	3.6%
당기순이익	105.1%	3.5%	흑전	343.9%	-10.8%	-25.9%	72.6%	32.0%	90.9%	1.1%	3.3%
% QoQ											
매출액	-13.1%	22.5%	-1.4%	10.1%	14.1%	-4.0%	7.9%	1.6%			
영업이익	흑전	30.3%	-81.9%	216.7%	-12.0%	57.6%	-7.0%	-18.4%			
세전이익	1618.1%	2.6%	-61.2%	-15.4%	165.5%	-14.1%	-9.8%	-30.2%			
당기순이익	1127.5%	2.4%	-61.3%	-8.8%	146.7%	-15.0%	-9.8%	-30.2%			

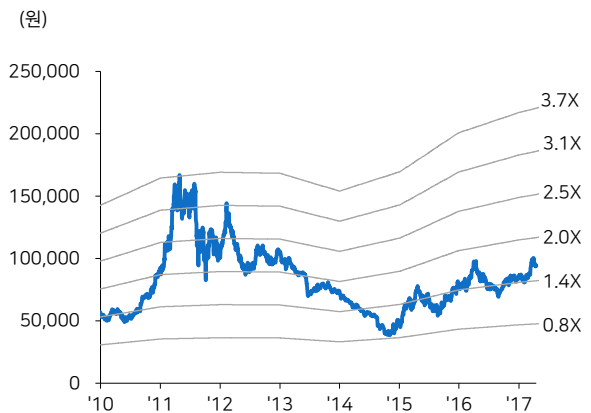
자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd. PER 밴드차트

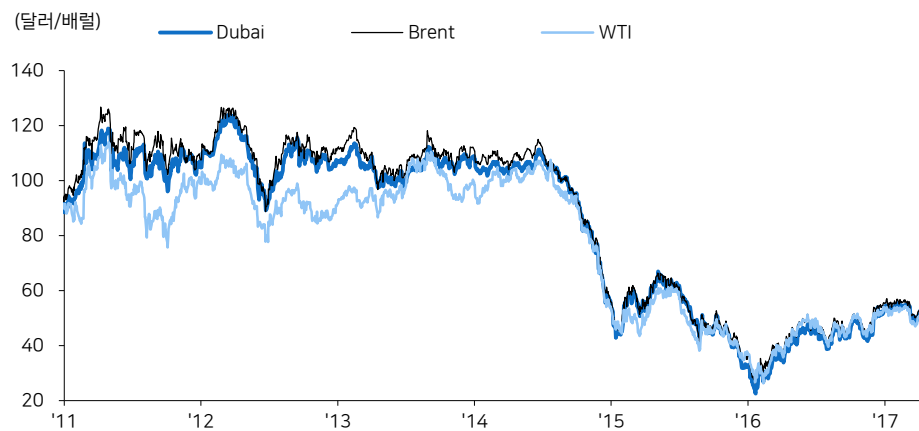


자료: 메리츠증권 리서치센터

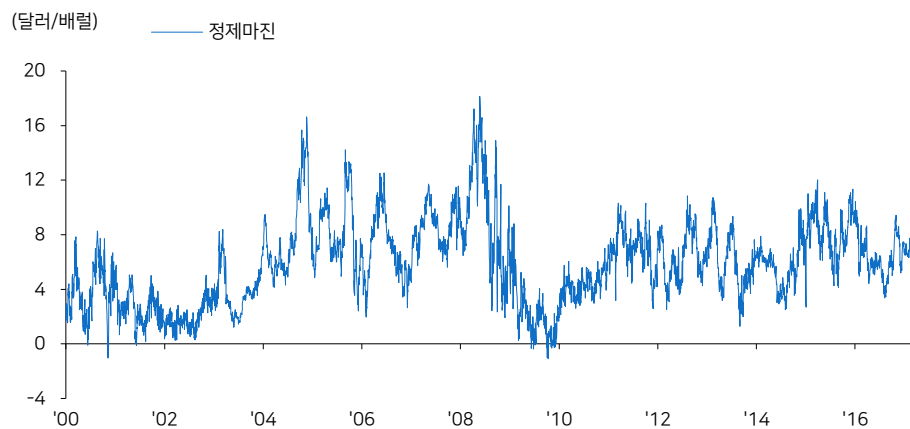
그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드차트



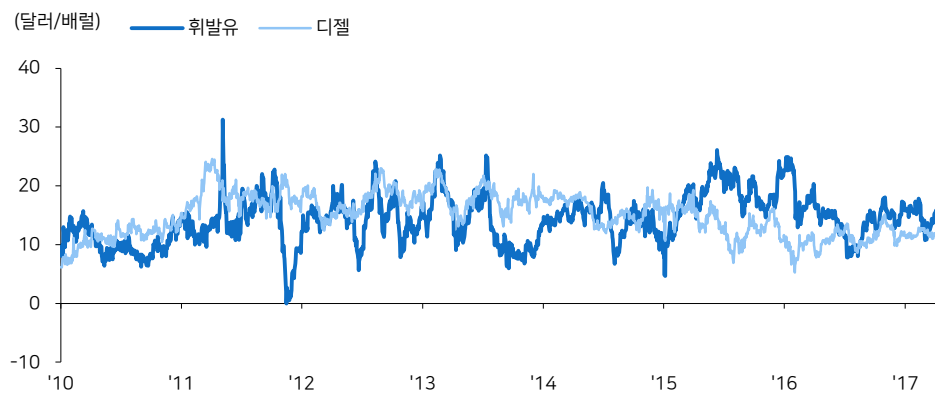
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 원유 재고량 정상화에 따라 국제유가 54달러/배럴로 안착

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

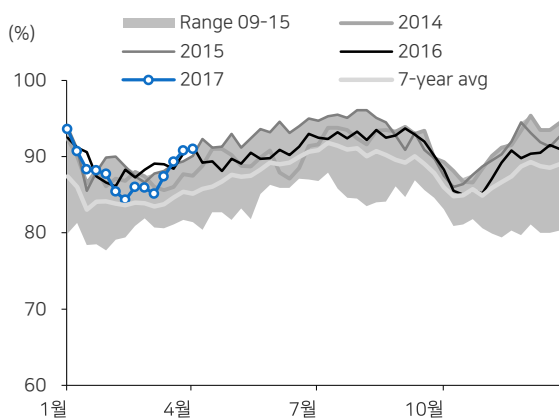
그림4 계절적 성수기 수요 증가와 공급 감소로 개선 중인 정제마진

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 휘발유 마진 개선과 디젤 마진이 유지되고 있어 정제마진 개선 기여

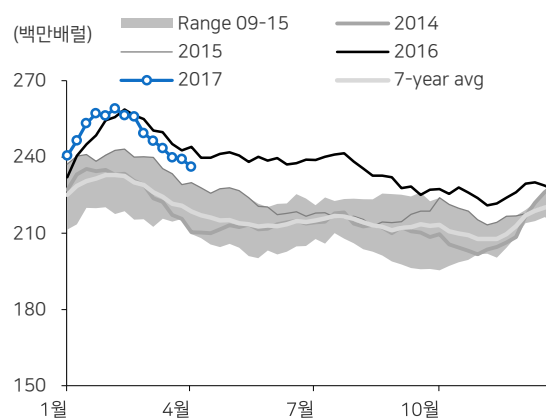
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 북미지역 설비 가동률(91.0%, +0.2%p WoW)



자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 북미 휘발유 재고량(236.1백만배럴/일, -1.2% WoW)



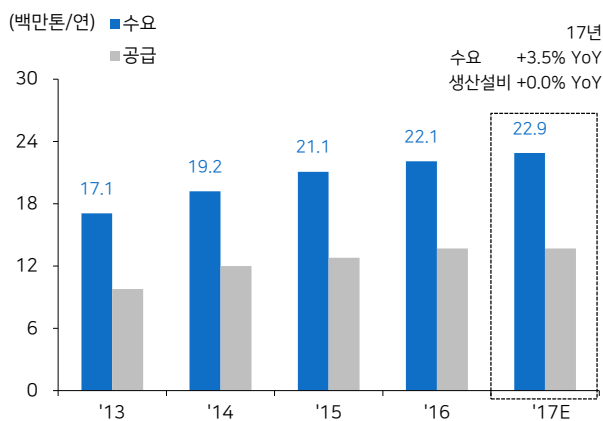
자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 글로벌 설비 증설 및 폐쇄 규모

(단위: 백만배럴/일)	2014	2015	2016	2017E	2018E
증설	2.29	1.01	0.99	1.47	0.92
폐쇄	-0.79	-0.87	-0.40	-0.80	-0.28
순증	1.50	0.14	0.59	0.67	0.64

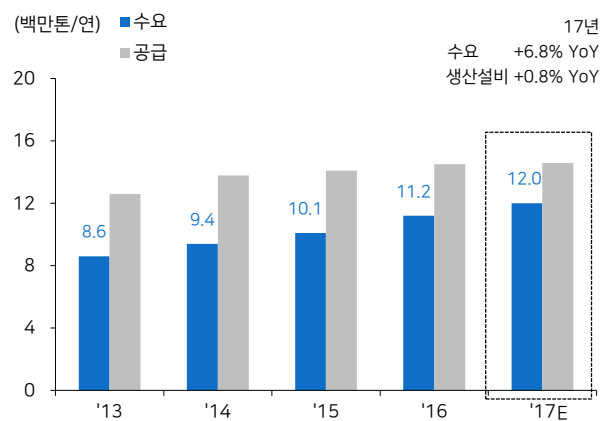
자료: S-Oil, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 17년에도 변함없는 P-X 강세



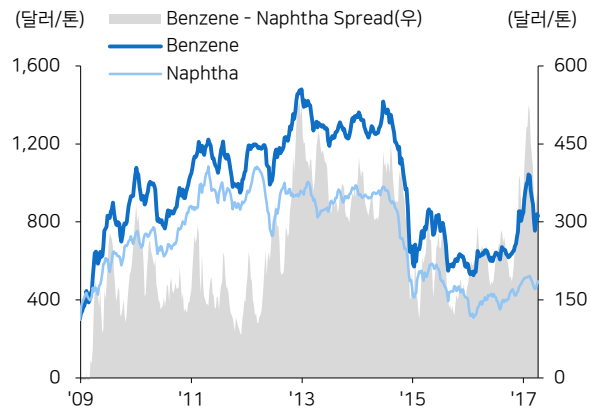
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 중국의 벤젠 수요 증가가 예상되며 벤젠 가격 강세 전망



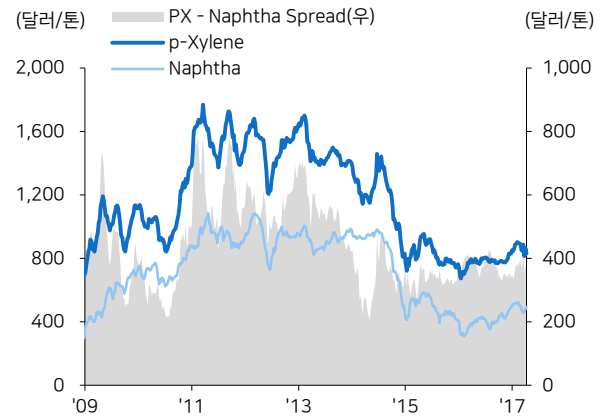
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 벤젠 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 P-X 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

S-Oil(010950)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	28,557.6	17,890.3	16,321.8	21,048.3	22,545.5
매출액증가율 (%)	-8.3	-37.4	-8.8	29.0	7.1
매출원가	28,282.2	16,438.8	14,020.9	19,020.0	20,299.1
매출총이익	275.3	1,451.5	2,301.0	2,028.3	2,246.4
판매비와관리비	565.1	633.9	684.1	332.0	355.9
영업이익	-289.7	817.6	1,616.9	1,696.3	1,890.5
영업이익률 (%)	-1.0	4.6	9.9	8.1	8.4
금융수익	-109.0	-107.5	-59.8	-62.2	-199.8
종속/관계기업관련손익	6.0	9.8	6.6	10.8	12.0
기타영업외손익	7.2	92.8	11.4	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	-385.5	812.7	1,575.1	1,619.9	1,677.7
법인세비용	-97.7	181.4	369.7	401.4	419.4
당기순이익	-287.8	631.3	1,205.4	1,218.5	1,258.3
지배주주지분 손이익	-287.8	631.3	1,205.4	1,218.5	1,258.3

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	5,707.5	5,689.8	7,974.4	8,594.8	9,645.4
현금및현금성자산	711.5	201.2	767.4	244.4	419.8
매출채권	1,524.1	1,030.9	1,154.6	1,269.3	1,405.4
재고자산	2,415.4	1,598.7	2,423.4	2,759.5	3,055.2
비유동자산	4,548.2	5,105.7	5,984.6	8,795.4	9,888.9
유형자산	4,321.7	4,730.8	5,710.8	8,505.9	9,591.1
무형자산	50.0	47.2	54.5	45.3	37.8
투자자산	147.5	134.1	123.4	148.2	164.1
자산총계	10,255.7	10,795.5	13,959.0	17,390.1	19,534.4
유동부채	3,955.1	3,222.2	4,832.8	6,972.9	8,118.7
매입채무	840.9	589.5	1,140.7	1,370.0	1,516.9
단기차입금	2,319.2	1,582.5	1,788.6	2,788.6	3,388.6
유동성장기부채	5.2	5.5	357.3	357.3	357.3
비유동부채	1,391.6	2,183.5	2,734.7	3,529.1	3,991.1
사채	1,222.5	1,622.0	1,971.2	2,771.2	3,371.2
장기차입금	90.8	385.3	592.4	552.4	392.4
부채총계	5,346.7	5,405.6	7,567.4	10,502.0	12,109.8
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
기타포괄이익누계액	25.5	25.7	25.0	25.0	25.0
이익잉여금	3,262.4	3,743.1	4,745.4	5,242.0	5,778.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,909.0	5,389.9	6,391.6	6,888.2	7,424.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동현금흐름	879.2	2,475.6	1,722.0	1,725.5	2,098.2
당기순이익(손실)	-287.8	631.3	1,205.4	1,218.5	1,258.3
유형자산감가상각비	331.6	264.2	278.4	395.1	914.7
무형자산상각비	8.1	9.0	8.3	9.1	7.6
운전자본의 증감	828.4	1,471.5	-187.7	113.5	-70.4
투자활동 현금흐름	-964.2	-2,801.9	-1,966.9	-3,896.9	-2,447.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-912.3	-654.4	-1,063.6	-3,190.2	-2,000.0
투자자산의 감소(증가)	33.7	23.2	17.4	-14.0	-3.9
재무활동 현금흐름	211.9	-184.1	811.1	1,648.3	524.6
차입금증감	427.0	-31.7	1,154.1	2,370.2	1,246.5
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	126.9	-510.3	566.2	-523.1	175.4
기초현금	584.6	711.5	201.2	767.4	244.4
기말현금	711.5	201.2	767.4	244.4	419.8

Key Financial Data

	2014	2015	2016	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	253,658	158,908	144,976	186,958	200,257
EPS(지배주주)	-2,563	5,525	10,494	10,611	10,964
CFPS	1,019	9,897	16,875	20,332	26,184
EBITDAPS	444	9,689	16,909	18,658	24,984
BPS	41,671	45,819	54,347	58,684	63,349
DPS	150	2,400	6,200	6,200	6,200
배당수익률(%)	0.3	3.0	7.3	6.5	6.5
Valuation(Multiple)					
PER	n/a	14.4	7.6	8.8	8.6
PCR	47.5	8.0	5.2	4.6	3.6
PSR	0.2	0.5	0.6	0.5	0.5
PBR	1.2	1.7	1.6	1.6	1.5
EBITDA	50.0	1,090.8	1,903.6	2,100.6	2,812.8
EV/EBITDA	161.1	9.2	5.4	6.6	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-5.6	12.3	20.5	18.4	17.6
EBITDA 이익률	0.2	6.1	11.7	10.0	12.5
부채비율	108.9	100.3	118.4	152.5	163.1
금융비용부담률	0.1	0.2	0.3	1.3	1.6
이자보상배율(x)		22.8	28.7	6.2	5.3
매출채권회전율(x)	15.5	14.0	14.9	17.4	16.9
재고자산회전율(x)	8.6	8.9	8.1	8.1	7.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 7월 14일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 증가대비 4등급	<p>Buy 추천기준일 증가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

S-Oil(010950) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.23	기업브리프	Buy	75,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	Buy	75,000	황유식	
				담당자 변경	
2016.06.09	산업분석	Buy	110,000	노우호	
2016.06.28	산업브리프	Buy	110,000	노우호	
2016.07.26	기업브리프	Buy	110,000	노우호	
2016.09.06	산업분석	Buy	110,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	130,000	노우호	
2016.10.28	기업브리프	Buy	130,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	130,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	130,000	노우호	
2017.02.03	기업브리프	Buy	130,000	노우호	
2017.04.19	기업브리프	Buy	130,000	노우호	