

2017. 7. 27



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **145,000 원**
 현재주가 (7.26) **114,500 원**
 상승여력 **26.6%**

KOSPI 2,434.51pt
 시가총액 128,907억원
 발행주식수 11,258만주
 유동주식비율 36.54%
 외국인비중 78.20%
 52주 최고/최저가 114,500 원 / 69,400원
 평균거래대금 295.6억원

주요주주(%)

AOC B.V. 외 9인 63.46
 국민연금공단 6.07

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월
 절대주가 21.29 37.95 50.86
 상대주가 18.30 19.84 37.31

주가그래프



S-Oil 010950

마진 강세와 배당, 두 가지 호재에 올라타자

- ✓ 2Q17 영업이익 1,173억원(-64.8% QoQ)으로 일시적 부진
- ✓ 2020년까지 정유 마진 강세, 안정적 P-X 수급에 따른 동사의 이익 체력 강화 구간
- ✓ 18년 고도화설비 신규 가동에 따른 이익 확대는 주가 상승 모멘텀으로 귀결될 전망
- ✓ 글로벌 평균 배당성향(56%)을 상회하는 배당성향(60%)으로 주가 재평가 필요
- ✓ 17년 고배당 매력과 18년 증설 후 이익 증가를 감안, 적정주가 14.5만원으로 상향

2Q17 영업이익 1,173 억원(-64.8% QoQ): 누구나 예상한 실적 부진

2Q17 매출액은 4.6조원, 영업이익은 1,173억원(재고평가손실 500억원, 정기보수의 기회손실 480억원)으로 시장 예상치를 큰 폭으로 하회했다. 변동성이 심했던 유가와 제품가 약세, 정기보수에 따른 실적 악화 우려감은 주가에 기반영미었고, 오히려 하반기 업황 회복과 배당 모멘텀으로 전일 주가는 상승했다.

정유부문은 유가 하락에 따른 재고평가손실 500억원, 정기보수 기회손실비용 120억원이 반영되며, 849억원의 영업손실이 발생했다. 석유화학은 인도 Reliance의 No.2 P-X 신규가동과 국내 PTA 설비 정기보수 돌입으로 P-X 스프레드가 축소, 영업이익 728억원을 기록했다. 윤활기유는 대만 Formosa 등 경쟁사들의 정기보수 실시에 따른 타이트한 공급의 결과로 1,294억원을 달성했다.

What's Next? 2분기 저점을 통과한 실적과 배당 + 18년 증설 모멘텀

정유업종에 새로운 접근법이 필요하다. (1) 정제설비 수급, (2) OSP 정책, (3) 배당이 다. 사우디-카타르의 주도권 경쟁, 사우디의 M/S 유지 의지에 따라 OSP할인이 지속될 가능성이 높고, 정유사는 저가 원재료 투입으로 마진이 개선되겠다. 향후 3년간 글로벌 정제설비의 신증설 규모(100만배럴/일 이하)는 수요가 공급을 초과하는 타이트한 수급이 예상된다. 동사는 18년 고도화 설비 신규 가동으로 Q가 증가, 마진이 극대화되며 18년 이익 규모는 1.9조원으로 증가할 전망이다.

동사는 17년 배당성향 60%를 유지한다는 점을 밝혔다. 이는 글로벌 정유 기업들의 평균 배당성향(56%)을 상회하는 수준이고, 대규모 프로젝트 투자가 마무리되는 18년부터 배당성향의 추가 확대 여력이 존재한다는 점에서 주가 재평가가 필요하다. 동사에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 적정주가는 기존대비 12% 상향한 14.5만원 (PBR 10.8배, PBR 2.5배 수준)을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	17,890.3	817.6	631.3	5,525	N/A	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	8.1	1.6	5.4	20.5	118.4
2017E	19,512.4	1,201.9	972.3	8,424	-19.7	52,027	13.6	2.2	7.7	15.6	167.7
2018E	20,367.3	1,914.5	1,546.1	13,521	60.5	59,159	8.5	1.9	4.6	23.7	170.8
2019E	22,708.3	2,045.7	1,682.0	14,728	8.9	67,447	7.8	1.7	4.2	22.7	164.1

표1 S-Oil 2Q17 Earnings Review

(십억원)	2Q17P	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,665.0	4,198.4	11.1	5,200.2	-10.3	4,471.7	4.3%	4,669.5	-0.1
영업이익	117.3	640.9	-81.7	333.5	-64.8	231.7	-49.4%	223.5	-47.5
순이익(지배)	66.9	443.6	-84.9	393.9	-83.0	297.5	-77.5%	162.8	-58.9

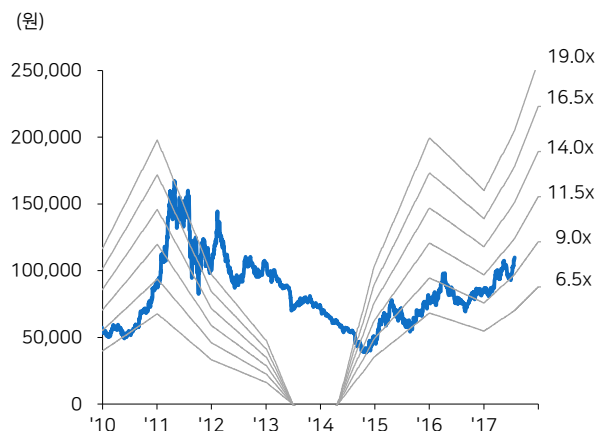
자료: S-Oil, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표2 S-Oil 사업부문별 실적 추정치

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	3,428.4	4,198.4	4,137.9	4,557.1	5,200.2	4,665.0	4,792.4	4,854.9	16,321.8	19,512.4	20,367.3
정유	2,467.0	3,215.3	3,187.4	3,594.5	4,044.0	3,698.6	3,587.1	3,711.2	12,464.2	15,040.9	14,948.1
석유화학	636.0	637.3	628.6	642.1	771.4	560.6	700.1	683.8	2,544.0	2,715.9	3,406.8
유탄기유	325.4	345.8	321.9	320.5	384.7	405.8	505.2	459.8	1,313.6	1,755.5	2,012.4
영업이익	491.8	640.9	116.2	368.0	333.5	117.3	395.5	355.6	1,616.9	1,201.9	1,914.5
% OP	14.3%	15.3%	2.8%	8.1%	6.4%	2.5%	8.3%	7.3%	9.9%	6.2%	9.4%
정유	219.8	374.8	-123.4	287.7	100.2	-84.9	153.0	174.0	758.9	342.3	864.5
석유화학	144.1	140.0	142.2	90.8	139.6	72.8	131.7	107.1	517.1	451.2	636.6
유탄기유	127.5	128.0	97.4	65.5	84.1	129.4	110.8	74.5	418.4	398.9	413.4
세전이익	570.4	585.4	227.1	192.2	519.9	71.1	358.5	323.6	1,575.1	1,273.2	2,061.5
순이익(지배주주)	433.3	443.6	171.8	156.7	393.9	66.9	268.9	242.7	1,205.4	972.5	1,546.1
% YoY											
매출액	-21.6%	-18.4%	-6.5%	15.4%	51.7%	11.1%	15.8%	6.5%	-8.8%	19.5%	4.4%
영업이익	106.6%	5.7%	621.7%	흑전	-32.2%	-81.7%	240.4%	-3.4%	97.8%	-25.7%	59.3%
세전이익	105.0%	4.7%	흑전	478.9%	-8.9%	-87.9%	57.9%	68.4%	93.8%	-19.2%	61.9%
당기순이익	105.1%	3.5%	흑전	343.9%	-9.1%	-84.9%	56.5%	54.9%	90.9%	-19.3%	59.0%
% QoQ											
매출액	-13.1%	22.5%	-1.4%	10.1%	14.1%	-10.3%	2.7%	1.3%			
영업이익	흑전	30.3%	-81.9%	216.7%	-9.4%	-64.8%	237.2%	-10.1%			
세전이익	1618.1%	2.6%	-61.2%	-15.4%	170.5%	-86.3%	404.2%	-9.7%			
당기순이익	1127.5%	2.4%	-61.3%	-8.8%	151.4%	-83.0%	301.9%	-9.7%			

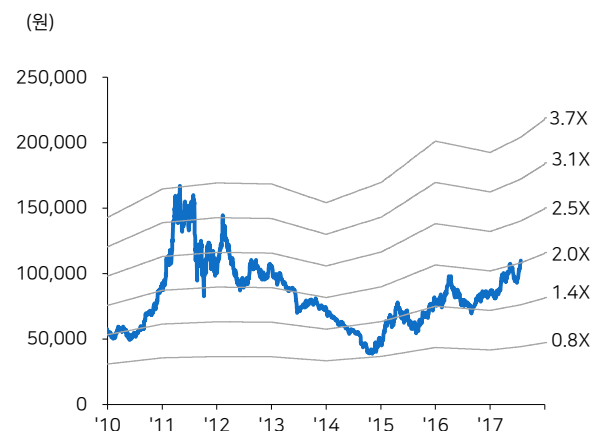
자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd. PER 밴드차트



자료: 메리츠증권리서치센터

그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드차트

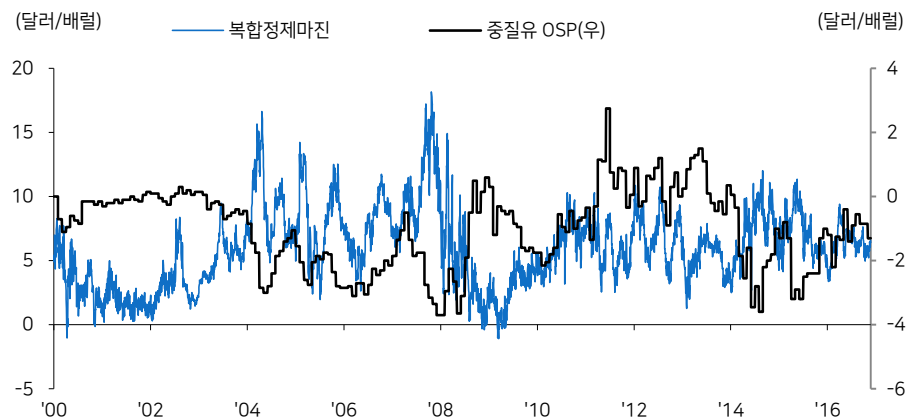


자료: 메리츠증권리서치센터

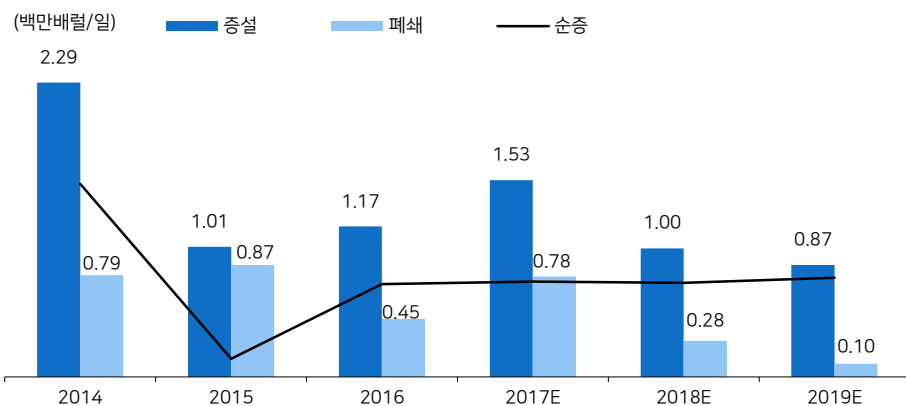
표3 S-Oil 적정주가 산출 내역: 기존 13만원 대비 12% 상향한 14.5만원

사업가치 (A)	EBITDA('18년)	Fair Value	Multiple	비고
영업가치	3,207	19,337	6.0	Thai Oil 등 평균을 20% 할인
자산가치 (B)				
		BV/시가		비고
조인트벤처기업	20%할인	19		에쓰-오일토탈유평유(주)
매도가능 금융자산	20%할인	76		대한송유관공사 등 장부가격
총 기업가치 (C=A+B)		19,357		
순차입금/보증 (D)		2,584		2018년 말 기준 추정 순차입금
우선주가치 (E)		357		7/26일 종가 기준
적정 시가총액 (C-D-E)		16,415		
발행주식수 (천주)		112,582		
주당 주주가치(원)		145,807		
적정주가(원)		145,000		
현재주가		114,500		7/26일 종가 기준
상승여력		26.6%		
Implied PBR		2.5		
Implied PER		10.8		

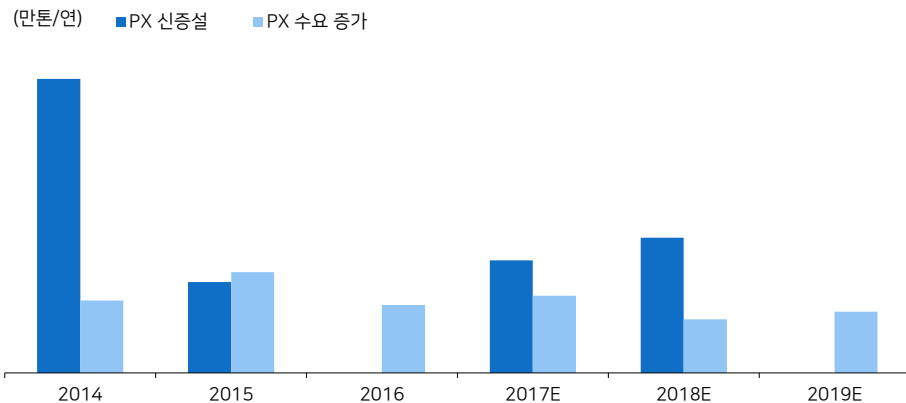
자료: 메리츠증권리서치센터

그림3 재고평가손익이 아닌 OSP 할인에 따른 정제마진 추가 개선을 염두 해야 할 시점


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 향후 2-3년간 수급 강세로 전환: 글로벌 정제설비 신증설 규모가 적어 타이트한 수급 전망


자료: S-Oil, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 19년 P-X 수급 및 스프레드 강세 전환 전망


자료: S-Oil, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 2H17 PTA 설비 정기보수 일정

기업	생산능력(천톤/연)	지역	기간
Formosa	550	Taiwan	two weeks in Aug
Mitsubishi Chemical	470	India	One week in Aug
BP	1,100	China	6.20-7.5
Luoyang PC	325	China	6.12-7.15
Hengli	2,200	China	shut on 6.23
Jialong	600	China	7.13-7.26
Yizheng PC	650	China	35 days since Aug
Honggang	1,500	China	two weeks since 9.10
Yisheng	2,250	China	17Q3
Tongkun	1,500	China	17Q3
Sanfangxiang	2,400	China	17Q4

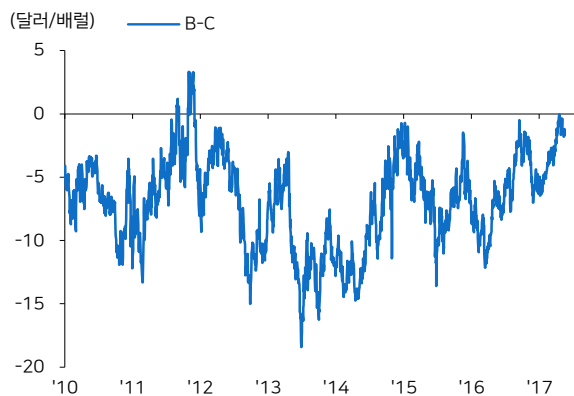
자료: CCFGroup, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 PTA 신규가동 및 가동중단 뒤 재가동 내역

기업	생산능력(천톤/연)	지역	기간	
JBF	2,200	인도	1Q17	재가동
Oriental Petrochemical	1,500	중국	3Q17	신규 가동
Chongqing Pengwei Petrochemical	900	중국	1Q17	재가동
Xianglu Petrochemical	1,500	중국	Unknown	재가동
Shaoxing Reignwood Petrochemical	1,400	중국	1Q17	재가동
Tongkun Group	2,200	중국	4Q17	신규 가동

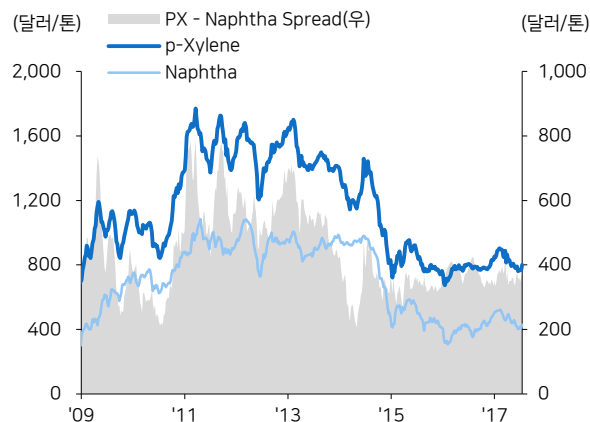
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 B-C 마진 추이



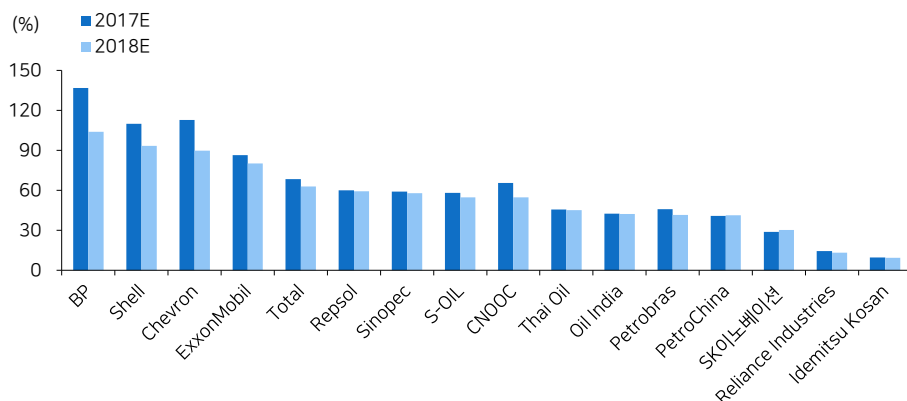
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 P-X 스프레드 추이



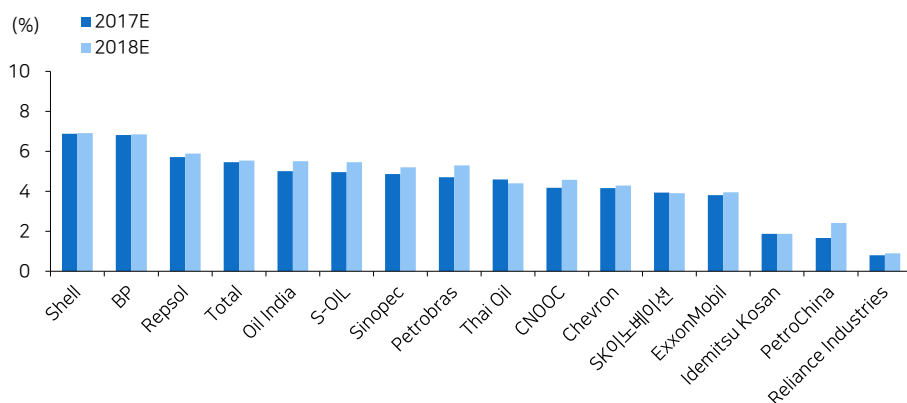
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 글로벌 정유기업 배당성향



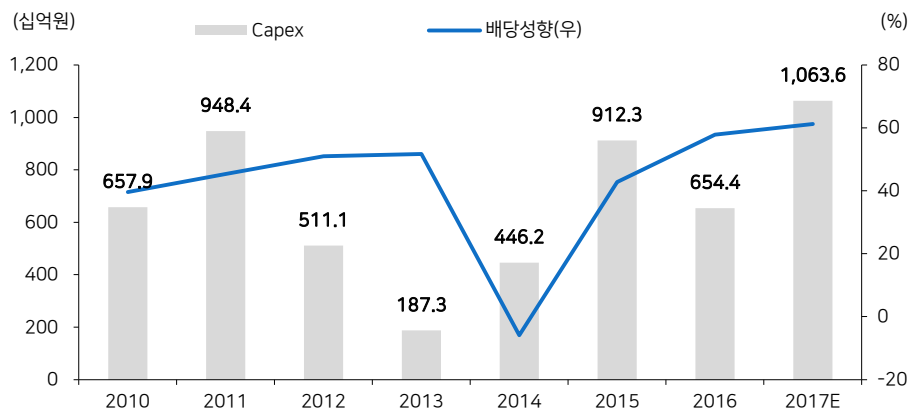
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 글로벌 정유기업 배당수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 S-Oil의 Capex 규모와 배당성향 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

S-Oil(010950)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,890.3	16,321.8	19,512.4	20,367.3	22,708.3
매출액증가율 (%)	-37.4	-8.8	19.5	4.4	11.5
매출원가	16,438.8	14,020.9	17,920.7	18,131.6	20,304.7
매출총이익	1,451.5	2,301.0	1,591.7	2,235.7	2,403.6
판매비와관리비	633.9	684.1	389.8	321.2	357.9
영업이익	817.6	1,616.9	1,201.9	1,914.5	2,045.7
영업이익률 (%)	4.6	9.9	6.2	9.4	9.0
금융수익	-107.5	-59.8	101.0	160.0	210.0
종속/관계기업관련손익	9.8	6.6	8.8	12.0	12.0
기타영업외손익	92.8	11.4	-38.6	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	812.7	1,575.1	1,273.2	2,061.5	2,242.7
법인세비용	181.4	369.7	300.8	515.4	560.7
당기순이익	631.3	1,205.4	972.3	1,546.1	1,682.0
지배주주지분 순이익	631.3	1,205.4	972.5	1,546.1	1,682.0

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,689.8	7,974.4	8,325.5	10,019.9	11,474.7
현금및현금성자산	201.2	767.4	1,248.1	2,166.6	3,019.5
매출채권	1,030.9	1,154.6	1,100.2	1,227.8	1,326.8
재고자산	1,598.7	2,423.4	2,221.5	2,479.1	2,679.0
비유동자산	5,105.7	5,984.6	8,042.7	8,765.6	9,384.9
유형자산	4,730.8	5,710.8	7,737.2	8,452.3	9,066.0
무형자산	47.2	54.5	46.8	39.4	33.1
투자자산	134.1	123.4	131.4	146.7	158.5
자산총계	10,795.5	13,959.0	16,368.2	18,785.5	20,859.5
유동부채	3,222.2	4,832.8	6,603.3	7,735.2	8,592.8
매입채무	589.5	1,140.7	1,215.3	1,356.2	1,465.5
단기차입금	1,582.5	1,788.6	3,021.1	3,621.1	4,021.1
유동성장기부채	5.5	357.3	359.7	359.7	359.7
비유동부채	2,183.5	2,734.7	3,651.5	4,112.7	4,369.0
사채	1,622.0	1,971.2	2,970.3	3,570.3	3,970.3
장기차입금	385.3	592.4	499.0	339.0	179.0
부채총계	5,405.6	7,567.4	10,254.8	11,847.9	12,961.8
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	25.7	25.0	25.0	25.0	25.0
이익잉여금	3,743.1	4,745.4	4,467.2	5,291.5	6,251.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,389.9	6,391.6	6,113.4	6,937.6	7,897.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,475.6	1,722.0	622.5	2,731.8	3,032.8
당기순이익(손실)	631.3	1,205.4	972.3	1,546.1	1,682.0
유형자산감가상각비	264.2	278.4	688.7	1,284.9	1,386.3
무형자산상각비	9.0	8.3	8.8	7.4	6.3
운전자본의 증감	1,471.5	-187.7	-868.0	-94.7	-29.8
투자활동 현금흐름	-2,801.9	-1,966.9	-2,743.8	-2,393.9	-2,302.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-654.4	-1,063.6	-2,746.5	-2,000.0	-2,000.0
투자자산의 감소(증가)	23.2	17.4	0.8	-3.2	0.2
재무활동 현금흐름	-184.1	811.1	2,602.1	580.7	123.0
차입금증감	-31.7	1,154.1	2,504.0	1,246.3	844.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-510.3	566.2	480.7	918.5	852.8
기초현금	711.5	201.2	767.4	1,248.1	2,166.6
기말현금	201.2	767.4	1,248.1	2,166.6	3,019.5

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	158,908	144,976	173,316	180,910	201,703
EPS(지배주주)	5,525	10,494	8,424	13,521	14,728
CFPS	9,897	16,875	16,377	29,683	32,183
EBITDAPS	9,689	16,909	16,871	28,484	30,540
BPS	45,819	54,347	52,027	59,159	67,447
DPS	2,400	6,200	5,000	6,200	6,200
배당수익률(%)	3.0	7.3	4.8	6.0	6.0
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	8.1	13.6	8.5	7.8
PCR	8.0	5.0	7.0	3.9	3.6
PSR	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6
PBR	1.7	1.6	2.2	1.9	1.7
EBITDA	1,090.8	1,903.6	1,899.4	3,206.8	3,438.3
EV/EBITDA	9.2	5.4	7.7	4.6	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	20.5	15.6	23.7	22.7
EBITDA 이익률	6.1	11.7	9.7	15.7	15.1
부채비율	100.3	118.4	167.7	170.8	164.1
금융비용부담률	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	22.8	28.7			
매출채권회전율(x)	14.0	14.9	17.3	17.5	17.8
재고자산회전율(x)	8.9	8.1	8.4	8.7	8.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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	Buy 추천기준일 증가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

S-Oil(010950) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
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	
2017.05.30	산업분석	Buy	130,000	노우호	
2017.06.12	산업브리프	Buy	130,000	노우호	
2017.06.26	산업브리프	Buy	130,000	노우호	
2017.07.10	산업브리프	Buy	130,000	노우호	
2017.07.27	기업브리프	Buy	145,000	노우호	