



△ 정유/화학  
Analyst 노우호  
02-6098-6668  
wooho.rho@meritz.co.kr  
RA 이민영  
02-6098-6656  
my.lee@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	165,000 원
현재주가 (10.30)	130,000 원
상승여력	26.9%
KOSPI	2,501.93pt
시가총액	146,358억원
발행주식수	11,258만주
유동주식비율	36.54%
외국인비중	78.00%
52주 최고/최저가	132,000원/78,500원
평균거래대금	346.3억원
주요주주(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 9	63.46
국민연금	6.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.0	30.4	62.5
상대주가	-2.4	14.9	31.2

### 주가그래프



(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	-315.6	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	20,265.9	1,426.4	1,152.4	9,930	-5.4	53,520	13.0	2.4	9.2	18.1	166.7
2018E	21,325.0	2,151.6	1,724.0	15,077	51.8	60,997	8.6	2.1	5.6	25.7	183.0
2019E	22,973.9	2,315.5	1,884.4	16,502	9.5	69,356	7.8	1.9	5.1	24.7	180.4

# S-Oil 010950

## 한층 강화될 기초체력과 고배당 모멘텀

- ✓ 3Q17 영업이익 5,532 억원으로 시장 예상치를 소폭 상회하는 실적 기록
- ✓ 정유부문 영업이익 3,364 억원은 유가 상승과 수급 개선 등 업황 개선의 결과물
- ✓ 성수기 수요 도래와 석유화학 수급 정상화에 따라 4Q17 영업이익 4,225 억원 예상
- ✓ 18년 신규설비 가동에 따른 이익체력 강화와 배당 모멘텀으로 주가 상승여력 유호
- ✓ 투자의견 Buy 와 적정주가 16.5 만원을 유지하며 정유업종 차선호주로 제시

### 3Q17 예상된 호실적: 영업이익 5,532 억원(+371% QoQ), 예상치 상회

3Q17 매출액은 5.2 조원, 영업이익 5,532 억원(재고평가이익 +300 억원)으로 최근 상향 조정된 시장 예상치(5,217 억원)을 소폭 상회했다. 이번 호실적의 키워드는 수급 강세로 해석한다. 정유부문 이익은 3,364 억원으로 정제마진 급등(7.9 달러/배럴, +29.5% QoQ)과 유가상승에 따른 재고평가이익 300 억원이 발생했다. 석유화학부문은 전 분기 진행된 정기보수에 따른 기회손실비용 소멸과 P-X 등 주요 제품의 견조한 가격흐름으로 905 억원의 영업이익을 시현했다. 윤활기유는 역내 경쟁사들의 재가동에도 불구하고 수요 효과로 1,263 억원의 안정적 영업이익을 기록했다.

### What's Next? 고배당 모멘텀과 신규 설비 가동으로 이익 체력 강화

동사의 주가는 +53.6% YTD 상승하며 정유업종 주도주로 자리매김했다. 상승한 주가에도 동사에 대한 투자전략은 여전히 유호하다. (1) 고배당 모멘텀이다. 16년 배당성향 60%에 이어 올해 역시 배당성향 60%를 지급할 가능성이 높다. 당사는 17년 S-Oil DPS 6,200 원(시가 배당률 4.8%)으로 예상한다. 올해를 기점으로 대규모 투자가 마무리된다는 점을 근거로 현재 수준의 배당성향이 신규 대규모 투자 집행 이전까지 지속될 가능성이 높다. (2) 18년 고도화 설비 신규가동으로 이익 체력이 강화되겠다. 고부가 PP 와 PO 생산으로 석유화학부문 제품 mix 다변화 및 저가원재료 B-C 를 원재료로 투입하며 수익성 극대화가 가능하다는 판단이다. 향후 2~3년간 정유업황 수급 강세가 예상되는 가운데 동사는 고도화 설비 투자의 결실을 맺을 전망이다. 이에 18년 영업이익은 2.1조원(+50.8% YoY)이 예상된다. 18년도 정유업황을 긍정적으로 예상하는 바, 동사에 대해 투자의견 Buy 와 적정주가 16.5 만원을 유지한다.

표1 S-Oil 3Q17 Earnings Review

(십억원)	3Q17P	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,211.8	4,137.9	26.0	4,665.0	11.7	5,128.2	1.6%	4,911.7	6.1
영업이익	553.2	116.2	376.1	117.3	371.6	584.1	-5.3%	521.7	6.0
순이익(지배)	398.7	171.8	132.1	66.9	496.0	410.3	-2.8%	404.8	-1.5

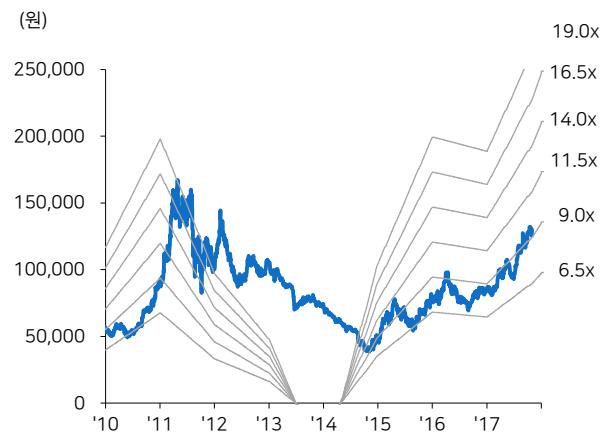
자료: S-Oil, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표2 S-Oil 사업부문별 실적 추정치

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	3,428.4	4,198.4	4,137.9	4,557.1	5,200.2	4,665.0	5,211.8	5,188.9	16,321.8	20,265.9	21,325.0
정유	2,467.0	3,215.3	3,187.4	3,594.5	4,044.0	3,698.6	4,107.4	4,047.6	12,464.2	15,897.6	15,869.7
석유화학	636.0	637.3	628.6	642.1	771.4	560.6	699.5	727.5	2,544.0	2,759.0	3,414.1
윤활기유	325.4	345.8	321.9	320.5	384.7	405.8	405.0	413.8	1,313.6	1,609.3	2,041.1
영업이익	491.8	640.9	116.2	368.0	333.5	117.3	553.2	422.5	1,616.9	1,426.4	2,151.6
% OP	14.3%	15.3%	2.8%	8.1%	6.4%	2.5%	10.6%	8.1%	9.9%	7.0%	10.1%
정유	219.8	374.8	-123.4	287.7	100.2	-84.9	336.4	211.1	758.9	562.8	1,051.6
석유화학	144.1	140.0	142.2	90.8	139.6	72.8	90.5	127.9	517.1	430.8	642.6
윤활기유	127.5	128.0	97.4	65.5	84.1	129.4	126.3	83.4	418.4	423.2	457.4
세전이익	570.4	585.4	227.1	192.2	519.9	71.1	527.0	390.5	1,575.1	1,508.5	2,298.6
순이익(지배주주)	433.3	443.6	171.8	156.7	393.9	66.9	398.7	292.8	1,205.4	1,152.4	1,724.0
% YoY											
매출액	-21.6%	-18.4%	-6.5%	15.4%	51.7%	11.1%	26.0%	13.9%	-8.8%	24.2%	5.2%
영업이익	106.6%	5.7%	621.7%	흑전	-32.2%	-81.7%	376.1%	14.8%	97.8%	-11.8%	50.8%
세전이익	105.0%	4.7%	흑전	478.9%	-8.9%	-87.9%	132.1%	103.2%	93.8%	-4.2%	52.4%
당기순이익	105.1%	3.5%	흑전	343.9%	-9.1%	-84.9%	132.1%	86.9%	90.9%	-4.4%	49.6%
% QoQ											
매출액	-13.1%	22.5%	-1.4%	10.1%	14.1%	-10.3%	11.7%	-0.4%			
영업이익	흑전	30.3%	-81.9%	216.7%	-9.4%	-64.8%	371.6%	-23.6%			
세전이익	1618.1%	2.6%	-61.2%	-15.4%	170.5%	-86.3%	641.2%	-25.9%			
당기순이익	1127.5%	2.4%	-61.3%	-8.8%	151.4%	-83.0%	496.0%	-26.6%			

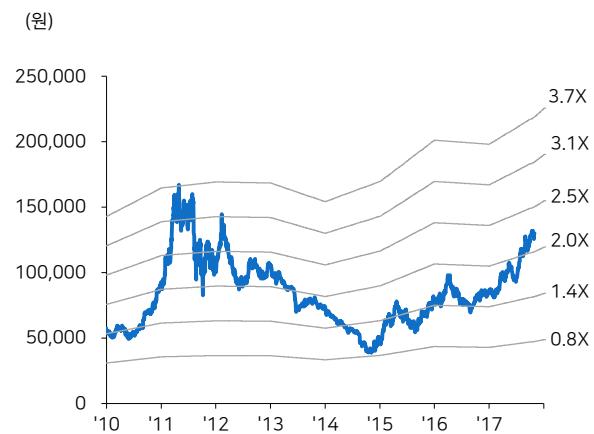
자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd. PER 밴드차트



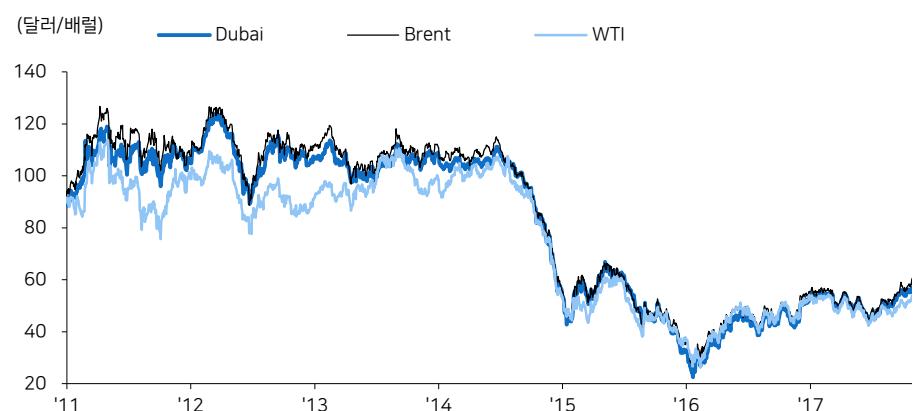
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드차트



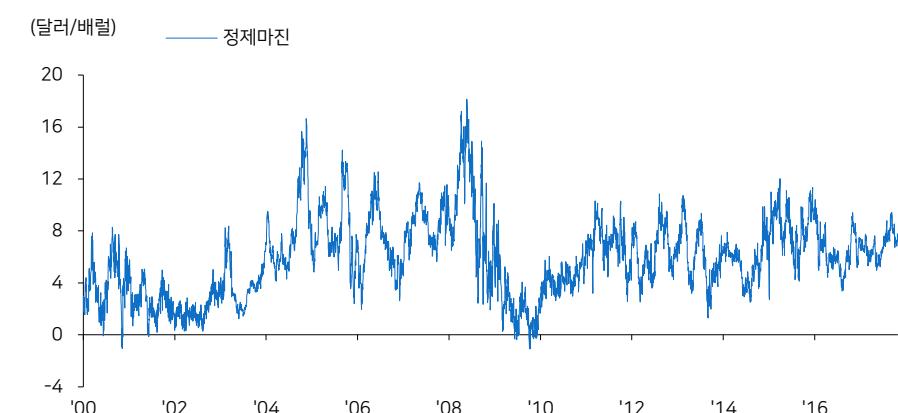
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 Brent 기준 60달러/배럴에 육박한 국제유가



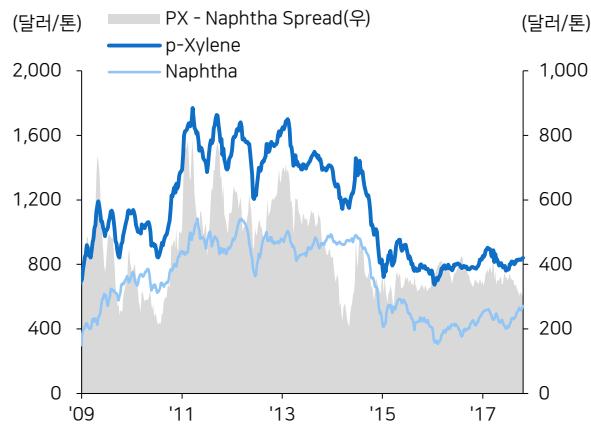
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 정제마진: 수급 강세에 따라 유가 상승으로 견고한 흐름 유지



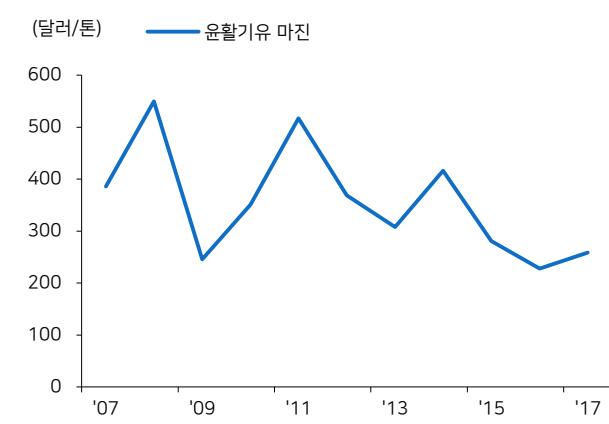
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 P-X 스프레드: 완만한 회복 흐름을 예상



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 윤활기유: 수요 증가에 따라 우상향 예상



자료: S-Oil, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 2H17 정기보수에 돌입한 PTA 설비 내역

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	3Q17
Tongkun	1,500	China	3Q17
Sanfangxiang	2,400	China	3Q17

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표4 재가동에 돌입한 PTA 설비 내역

기업	생산능력(천톤/연)	지역	기간	비고
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: 메리츠종금증권 리서치센터

## S-Oil (010950)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>17,890.3</b>	<b>16,321.8</b>	<b>20,265.9</b>	<b>21,325.0</b>	<b>22,973.9</b>
매출액증가율 (%)	-37.4	-8.8	24.2	5.2	7.7
매출원가	16,438.8	14,020.9	18,336.6	18,836.9	20,296.1
매출총이익	1,451.5	2,301.0	1,929.3	2,488.1	2,677.8
판매관리비	633.9	684.1	502.9	336.5	362.3
<b>영업이익</b>	<b>817.6</b>	<b>1,616.9</b>	<b>1,426.4</b>	<b>2,151.6</b>	<b>2,315.5</b>
영업이익률	4.6	9.9	7.0	10.1	10.1
금융손익	-107.5	-59.8	77.5	160.0	210.0
증속/관계기업손익	9.8	6.7	8.8	12.0	12.0
기타영업외손익	92.9	11.4	-15.0	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	812.7	1,575.1	1,497.7	2,298.6	2,512.5
법인세비용	181.4	369.7	353.3	574.7	628.1
<b>당기순이익</b>	<b>631.3</b>	<b>1,205.4</b>	<b>1,152.4</b>	<b>1,724.0</b>	<b>1,884.4</b>
지배주주지분 순이익	631.3	1,205.4	1,152.4	1,724.0	1,884.4

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,475.6</b>	<b>1,722.0</b>	<b>837.8</b>	<b>2,758.5</b>	<b>3,180.3</b>
당기순이익(손실)	631.3	1,205.4	1,144.5	1,724.0	1,884.4
유형자산상각비	264.2	278.4	500.1	1,238.8	1,403.5
무형자산상각비	9.0	8.3	8.9	7.6	6.4
운전자본의 증감	1,471.9	-188.2	-592.0	-199.9	-101.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2,801.9</b>	<b>-1,966.9</b>	<b>-2,131.5</b>	<b>-3,580.6</b>	<b>-2,593.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-654.5	-1,063.6	-2,193.5	-3,300.0	-2,400.0
투자자산의감소(증가)	23.2	17.4	-8.3	0.0	3.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-184.1</b>	<b>811.1</b>	<b>1,770.0</b>	<b>1,615.3</b>	<b>503.8</b>
차입금의 증감	-31.7	1,154.1	2,522.3	2,339.9	1,363.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-510.3	566.2	476.2	793.2	1,090.3
기초현금	711.5	201.2	767.4	1,243.7	2,036.9
기말현금	201.2	767.4	1,243.7	2,036.9	3,127.1

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>5,689.8</b>	<b>7,974.4</b>	<b>8,914.1</b>	<b>10,324.9</b>	<b>11,849.6</b>
현금및현금성자산	201.2	767.4	1,243.7	2,036.9	3,127.1
매출채권	1,030.9	1,154.6	1,371.7	1,488.5	1,570.7
재고자산	1,598.7	2,423.4	2,585.2	2,805.3	2,960.2
<b>비유동자산</b>	<b>5,105.8</b>	<b>5,984.6</b>	<b>7,852.4</b>	<b>9,918.0</b>	<b>10,916.6</b>
유형자산	4,730.8	5,710.8	7,547.3	9,608.4	10,605.0
무형자산	47.2	54.5	46.9	39.3	33.0
투자자산	134.1	123.4	140.5	152.5	160.9
<b>자산총계</b>	<b>10,795.5</b>	<b>13,959.0</b>	<b>16,766.4</b>	<b>20,242.8</b>	<b>22,766.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,222.2</b>	<b>4,832.8</b>	<b>6,688.0</b>	<b>8,383.5</b>	<b>9,246.8</b>
매입채무	589.5	1,140.7	1,298.9	1,409.5	1,487.3
단기차입금	1,582.5	1,788.6	2,266.4	2,866.4	3,266.4
유동성장기부채	5.5	357.3	862.3	1,262.3	1,262.3
<b>비유동부채</b>	<b>2,183.5</b>	<b>2,734.7</b>	<b>3,790.9</b>	<b>4,707.5</b>	<b>5,399.1</b>
사채	1,622.0	1,971.2	2,870.5	3,670.5	4,270.5
장기차입금	385.3	592.4	725.6	825.6	905.6
<b>부채총계</b>	<b>5,405.6</b>	<b>7,567.4</b>	<b>10,478.9</b>	<b>13,091.0</b>	<b>14,646.0</b>
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	25.1	25.1	25.1
이익잉여금	3,743.1	4,745.4	4,641.3	5,505.6	6,474.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>5,389.9</b>	<b>6,391.6</b>	<b>6,287.5</b>	<b>7,151.8</b>	<b>8,120.2</b>

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2015	2016	2017E	2018E	2019E
SPS	158,908	144,976	180,009	189,416	204,062
EPS(지배주주)	5,525	10,494	9,930	15,077	16,502
CFPS	9,898	16,875	17,854	31,381	34,733
EBITDAPS	9,689	16,909	17,192	30,182	33,090
BPS	45,819	54,347	53,520	60,997	69,356
DPS	2,400	6,200	6,200	7,400	7,900
배당수익률(%)	3.0	7.3	4.8	5.7	6.1
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	8.1	13.0	8.6	7.8
PCR	8.0	5.0	7.3	4.1	3.7
PSR	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6
PBR	1.7	1.6	2.4	2.1	1.9
EBITDA	1,090.8	1,903.6	1,935.5	3,398.0	3,725.3
EV/EBITDA	9.2	5.4	9.2	5.6	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	20.5	18.1	25.7	24.7
EBITDA 이익률	6.1	11.7	9.6	15.9	16.2
부채비율	100.3	118.4	166.7	183.0	180.4
금융비용부담률	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	22.8	28.7			
매출채권회전율(X)	14.0	14.9	16.0	14.9	15.0
재고자산회전율(X)	8.9	8.1	8.1	7.9	8.0

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 10월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 10월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 10월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호, 이민영)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p><b>Trading Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
<b>산업</b>	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 주천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.06.09	산업분석	Buy	110,000	노우호	-27.8	-23.6	
2016.06.28	산업브리프	Buy	110,000	노우호	-28.9	-23.6	
2016.07.26	기업브리프	Buy	110,000	노우호	-30.5	-23.6	
2016.09.06	산업분석	Buy	110,000	노우호	-30.3	-23.6	
2016.10.11	기업분석	Buy	130,000	노우호	-36.8	-35.2	
2016.10.28	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-36.6	-33.4	
2016.11.17	산업분석	Buy	130,000	노우호	-35.6	-33.1	
2017.01.11	산업분석	Buy	130,000	노우호	-35.5	-32.9	
2017.02.03	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-33.4	-22.7	
2017.04.19	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-31.5	-17.3	
2017.05.30	산업분석	Buy	130,000	노우호	-31.1	-17.3	
2017.06.12	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-30.8	-17.3	
2017.06.26	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-30.6	-17.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-29.8	-11.9	
2017.07.27	기업브리프	Buy	145,000	노우호	-17.9	-12.1	
2017.09.27	산업브리프	Buy	165,000	노우호	-22.1	-20.0	
2017.10.17	산업분석	Buy	165,000	노우호	-21.7	-20.0	
2017.10.31	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-	-	