

2018. 1. 30



▲ 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 (1.29) 123,500 원

상승여력 33.6%

KOSPI 2,598.19pt

시가총액 139,040억원

발행주식수 11,258만주

유동주식비율 36.54%

외국인비중 77.27%

52주 최고/최저가 132,000원/80,900원

평균거래대금 351.4억원

주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 외 12 63.46

국민연금 6.07

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 5.6 8.3 48.8

상대주가 0.2 0.1 19.3

주가그래프



S-Oil 010950

4Q17 Review:
더 높은 곳을 향한 첫 걸음

- ✓ 4Q17 영업이익 4,586 억원(+25% YoY), 17년 연간 이익 1.4 조원(-10% YoY) 시현
- ✓ 17년 배당성향 60% 가정한 DPS 6,200 원, 시가배당률 5.3% 수준으로 고배당 매력
- ✓ 18.4 RUC&ODC 프로젝트 증설 이후, 제품 Mix 다변화 및 2H18 이익 체력 확대
- ✓ 18년 정유업 강세 지속, 석유화학 건조, 윤활기유 전년비 유사, 이익 1.9 조원 추정
- ✓ 18년 정유업황 강세를 예상하는 바, 투자의견 Buy와 적정주가 16.5만원 유지

4Q17 영업이익 컨센서스 부합, 2017년 세전이익 기준 최대 이익 시현

동사의 4Q17 영업이익은 4,586 억원(재고평가이익 950 억원, 환차손 900 억원)으로 시장 예상치 4,659 억원에 부합했다. 정유부문은 3,323 억원을 달성, 계절성에 따라 디젤 마진 강세, 휘발유 마진 약세가 반영되었다. 석유화학은 주요 제품 P-X의 마진 하락(4Q17 299 달러/톤, -12.3% QoQ)으로 영업이익 385 억원으로 부진했다. 윤활기유는 계절적 비수기 및 부정적 래깅 효과가 반영되어 영업이익 878 억원을 기록했다. 환율하락에 따른 환차익 1,580 억원 발생으로 당분기 세전이익 6,161 억원을 달성, 17년 연간 세전이익 기준 최대 수준을 달성했다.

18년 정유업 강세 지속될 가운데, 고도화설비 투자의 결실을 맞볼 시기

18년에도 정유업황 강세는 지속되겠다. 이는 정제설비 신규투자가 감소된 가운데, 글로벌 경기회복에 따른 수요개선으로 타이트한 수급이 예상되기 때문이다. 동사는 약 3년에 걸쳐 투자한 RUC/ODC 프로젝트(투자금액 4.8 조원) 가동 시점을 목전에 있다. 4월 기계적 완공 이후, 10월 전후로 PP/PO에 대한 물량 출하가 될 전망이다. 신증설에 따라 동사는 저가 원재료 투입 이후, 제품 Mix 다변화 및 Q 확대라는 일석삼조의 효과를 거두겠다. 설비 신규가동으로 18년 연간 이익은 1.9 조원(+36% YoY)으로 증가할 전망이다.

18년 투자포인트: 증설에 따른 이익 체력 확대 및 고배당 매력

동사에 대한 투자포인트로서 증설에 따른 이익 체력 확대와 고배당을 제시한다. 18년 고도화설비 완공을 기점으로 단기간 내 추가 증설은 제한적이다. 3년간 지속되는 업황 호조세에 힘입어 동사는 주주환원책을 강화할 방침이다. 17년 연간배당성향 60%를 가정한 DPS는 6,200 원, 시가배당률 5% 수준이다. 고배당 매력이 유효한 바, 동사에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 16.5만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	16,321.8	1,616.9	1,205.4	10,494	89.9	54,814	8.1	1.5	5.4	20.5	118.4
2017F	20,891.4	1,462.5	1,311.2	11,415	8.8	54,158	10.2	2.2	8.7	20.6	153.8
2018E	22,623.7	1,994.6	1,606.2	14,031	22.9	60,560	8.2	1.9	5.2	24.0	158.2
2019E	24,274.1	2,359.7	1,917.5	16,796	19.7	69,632	6.9	1.7	4.4	25.3	154.2
2020E	26,044.8	2,463.1	1,978.2	17,335	3.2	79,224	6.7	1.5	2.9	22.8	149.2

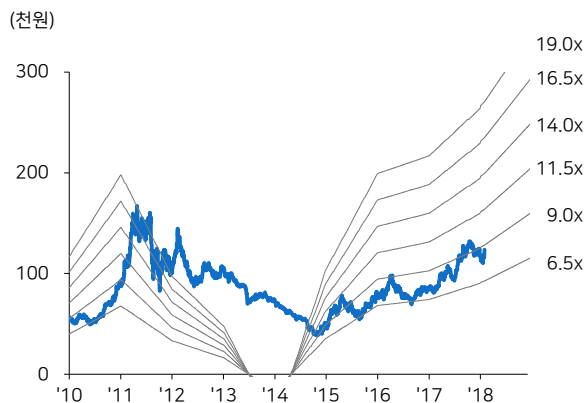
표1 S-Oil 4Q17 실적 Review									
(십억원)	4Q17P	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	5,814.4	4,557.1	27.6	5,211.8	11.6	5,441.1	6.9%	5,188.9	12.1
영업이익	458.6	368.0	24.6	553.2	-17.1	465.9	-1.6%	422.5	8.5
세전이익	616.1	192.2	220.5	527.0	16.9	469.4	31.3%	390.5	57.8
순이익	451.6	156.7	188.3	398.7	13.3	368.9	22.4%	292.8	54.2
영업이익률(%)	7.9	8.1	-0.2	10.6	-2.7	8.6	-0.7	8.1	-0.3
순이익률(%)	7.8	3.4	4.3	7.7	0.1	6.8	1.0	5.6	2.1

자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

표2 S-Oil 사업부문별 실적추정치											
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E
매출액	5,200.2	4,665.0	5,211.8	5,814.4	5,381.9	5,640.8	5,747.9	5,853.2	16,321.8	20,891.4	22,623.7
정유	4,044.0	3,698.6	4,107.4	4,562.4	4,134.3	4,356.8	4,315.7	4,353.4	12,464.2	16,412.4	17,160.2
석유화학	771.4	560.6	699.5	832.6	772.7	786.9	951.8	1,035.4	2,544.0	2,864.1	3,546.8
운할기유	384.7	405.8	405.0	419.4	474.8	497.2	480.4	464.4	1,313.6	1,614.9	1,916.8
영업이익	333.5	117.3	553.2	458.6	477.4	493.2	504.1	519.9	1,616.9	1,462.5	1,994.6
%OP	6.4%	2.5%	10.6%	7.9%	8.9%	8.7%	8.8%	8.9%	9.9%	7.0%	8.8%
정유	100.2	-84.9	336.4	332.3	283.1	275.5	238.4	161.9	758.9	684.0	959.0
석유화학	139.6	72.8	90.5	38.5	90.1	98.2	153.4	264.9	517.1	341.4	606.6
운할기유	84.1	129.4	126.3	87.8	104.2	119.5	112.3	93.1	418.4	427.6	429.1
세전이익	519.9	71.1	527.0	616.1	470.4	486.2	497.1	687.9	1,575.1	1,734.1	2,141.6
순이익(지배)	393.9	66.9	398.7	451.6	352.8	364.6	372.8	515.9	1,205.4	1,311.2	1,606.2
% YoY											
매출액	51.7%	11.1%	26.0%	27.6%	3.5%	20.9%	10.3%	0.7%	-8.8%	28.0%	8.3%
영업이익	-32.2%	-81.7%	376.1%	24.6%	43.2%	320.6%	-8.9%	13.4%	97.8%	-9.5%	36.4%
세전이익	-8.9%	-87.9%	132.1%	220.5%	-9.5%	583.8%	-5.7%	11.7%	93.8%	10.1%	23.5%
순이익(지배)	-9.1%	-84.9%	132.1%	188.3%	-10.4%	444.9%	-6.5%	14.2%	90.9%	8.8%	22.5%
% QoQ											
매출액	14.1%	-10.3%	11.7%	11.6%	-7.4%	4.8%	1.9%	1.8%			
영업이익	-9.4%	-64.8%	371.8%	-17.1%	4.1%	3.3%	2.2%	3.1%			
세전이익	170.5%	-86.3%	641.1%	16.9%	-23.7%	3.4%	2.2%	38.4%			
순이익(지배)	151.4%	-83.0%	495.8%	13.3%	-21.9%	3.4%	2.2%	38.4%			

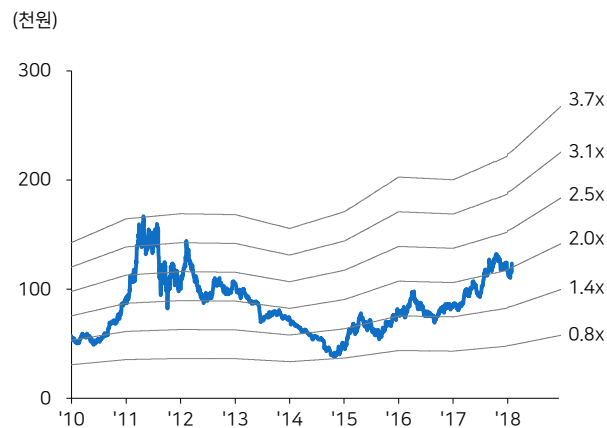
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd, PER 밴드차트



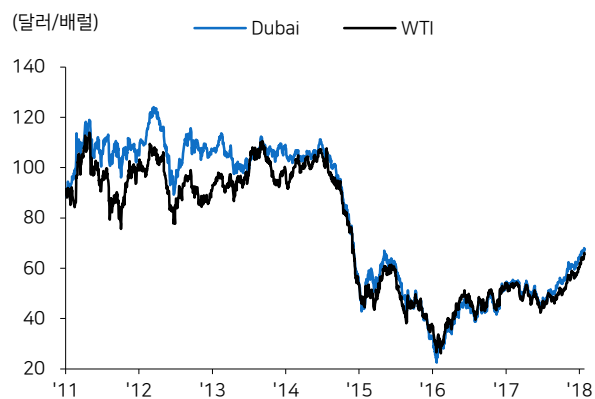
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Fwd, PBR 밴드차트



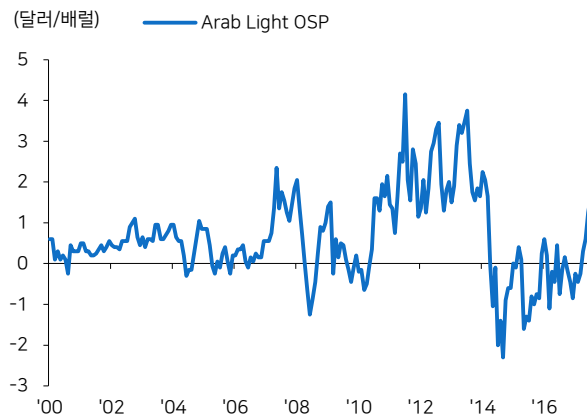
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 WTI와 Dubai간 괴리율 축소



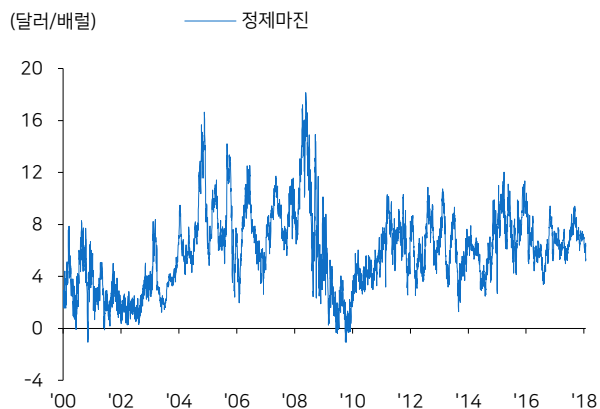
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 OSP(Official Selling Price) 하향 조정될 전망



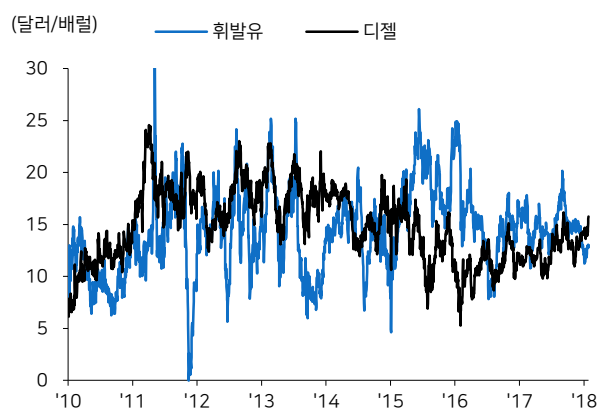
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 복합정제마진: 바닥 통과 중



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 계절성이 명확하게 나타난 디젤과 휘발유 마진



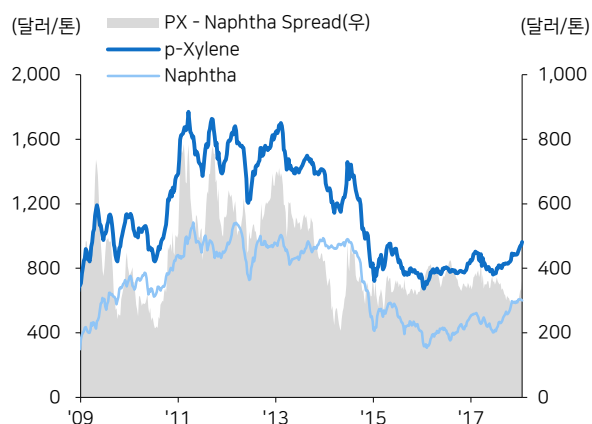
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 2018년 신규 가동 및 폐쇄가 예정된 설비 내역

가동 시기	국가	생산능력(만배럴/일)	기업
1Q18	베트남	20.0	Nghi Son Petrochem
	중국	10.0	Local Zhuhai huafeng
2Q18	중국	10.0	PetroChina Huabei
	이란	12.0	Bandar Abbas - PGSOC/1
3Q18	쿠웨이트	17.1	KPC - Mina Abdullah
	인도	36.1	Bharat - Bina
4Q18	중국	12.0	CNOOC/Local Ningbo Daxie
폐쇄 시기	국가	생산능력(만배럴/일)	기업
1Q18	일본	16.0	JX Group and Cosmo Oil
3Q18	쿠웨이트	11.2	KPC - Mina Al-Ahmadi

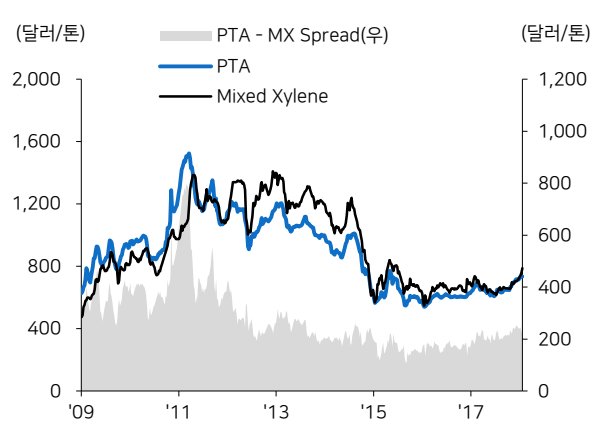
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 P-X: 우려와 달리 견조한 업황 유지할 전망



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 PTA: 가동률 상향 조정에 따른 P-X 수요 견인 예상



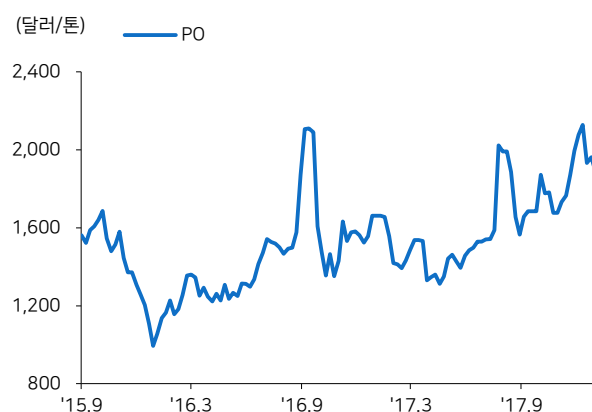
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 PP: 다운스트림의 견조한 수요에 기반 가격 강세 예상



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 PO: 공급 타이트에 기반, 가격 강세 예상



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

S-Oil (010950)

Income Statement

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
매출액	16,321.8	20,891.4	22,623.7	24,274.1	26,044.8
매출액증가율 (%)	-8.8	28.0	8.3	7.3	7.3
매출원가	14,020.9	18,819.7	20,272.5	21,531.6	23,102.3
매출총이익	2,301.0	2,071.7	2,351.3	2,742.4	2,942.5
판매관리비	684.1	609.1	356.7	382.8	479.4
영업이익	1,616.9	1,462.5	1,994.6	2,359.7	2,463.1
영업이익률	9.9	7.0	8.8	9.7	9.5
금융손익	-59.8	352.9	160.0	210.0	180.0
종속/관계기업손익	6.7	5.1	12.0	12.0	12.0
기타영업외손익	11.4	-86.5	-25.0	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	1,575.1	1,734.1	2,141.6	2,556.7	2,630.1
법인세비용	369.7	422.3	535.4	639.2	651.9
당기순이익	1,205.4	1,311.2	1,606.2	1,917.5	1,978.2
지배주주지분 순이익	1,205.4	1,311.2	1,606.2	1,917.5	1,978.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,722.0	1,215.9	2,588.7	2,993.3	3,721.8
당기순이익(손실)	1,205.4	1,311.7	1,606.2	1,917.5	1,978.2
유형자산상각비	278.4	401.6	1,125.3	1,116.7	2,040.9
무형자산상각비	8.3	8.9	7.5	6.3	5.3
운전자본의 증감	-188.2	-379.2	-138.4	-35.2	-60.7
투자활동 현금흐름	-1,966.9	-2,152.4	-1,917.0	-1,414.7	-1,005.5
유형자산의증가(CAPEX)	-1,063.6	-2,502.5	-1,908.0	-1,200.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	17.4	-29.0	11.0	0.7	-0.4
재무활동 현금흐름	811.1	584.5	715.8	225.0	125.4
차입금의 증감	1,154.1	1,368.1	1,440.4	1,084.7	985.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	566.2	-352.2	1,387.5	1,803.6	2,841.8
기초현금	201.2	767.4	415.3	1,802.8	3,606.4
기말현금	767.4	415.3	1,802.8	3,606.4	6,448.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974.4	7,777.8	9,212.4	11,524.7	14,944.1
현금및현금성자산	767.4	415.3	1,802.8	3,606.4	6,448.1
매출채권	1,154.6	1,459.2	1,469.0	1,574.1	1,689.0
재고자산	2,423.4	2,610.7	2,628.1	2,816.3	3,021.7
비유동자산	5,984.6	8,247.3	9,023.5	9,111.8	8,077.9
유형자산	5,710.8	7,924.7	8,707.4	8,790.7	7,749.8
무형자산	54.5	47.5	39.9	33.6	28.3
투자자산	123.4	157.4	158.5	169.8	182.2
자산총계	13,959.0	16,025.1	18,235.9	20,636.6	23,022.0
유동부채	4,832.8	5,929.1	6,502.0	7,149.1	7,518.9
매입채무	1,140.7	1,455.4	1,465.1	1,570.1	1,684.6
단기차입금	1,788.6	2,236.4	2,476.4	2,676.4	2,796.4
유동성장기부채	357.3	114.6	184.6	144.6	124.6
비유동부채	2,734.7	3,780.9	4,672.4	5,368.1	6,265.3
사채	1,971.2	2,920.0	3,720.0	4,320.0	5,120.0
장기차입금	592.4	642.6	732.6	812.6	892.6
부채총계	7,567.4	9,710.0	11,174.3	12,517.2	13,784.1
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	25.0	25.1	25.1	25.1	25.1
이익잉여금	4,745.4	4,668.9	5,415.4	6,473.2	7,591.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,391.6	6,315.1	7,061.6	8,119.4	9,237.9

Key Financial Data

	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	144,976	185,565	200,952	215,611	231,339
EPS(지배주주)	10,494	11,415	14,031	16,796	17,335
CFPS	16,875	19,320	28,978	32,578	39,388
EBITDAPS	16,909	16,637	27,779	30,934	40,054
BPS	54,814	54,158	60,560	69,632	79,224
DPS	6,200	6,200	7,400	7,400	7,400
배당수익률(%)	7.3	5.3	6.4	6.4	6.4
Valuation(Multiple)					
PER	8.1	10.2	8.2	6.9	6.7
PCR	5.0	6.1	4.0	3.5	2.9
PSR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	1.5	2.2	1.9	1.7	1.5
EBITDA	1,903.6	1,873.0	3,127.4	3,482.7	4,509.4
EV/EBITDA	5.4	8.7	5.2	4.4	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.5	20.6	24.0	25.3	22.8
EBITDA 이익률	11.7	9.0	13.8	14.3	17.3
부채비율	118.4	153.8	158.2	154.2	149.2
금융비용부담률	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	28.7				
매출채권회전율(x)	14.9	16.0	15.5	16.0	16.0
재고자산회전율(x)	8.1	8.3	8.6	8.9	8.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 1월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 30일 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, 이민영)

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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		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	-21.6	-20.0	
2017.10.31	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-23.7	-20.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	165,000	노우호	-26.1	-20.0	
2018.01.30	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-	-	