



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 이민영

02. 6098-6656

my.lee@meritz.co.kr

S-Oil 010950

1Q18 Review: 부진한 실적

- ✓ 1Q18 영업이익 2,555 억원을 기록, 시장 예상치 3,892 억원을 하회
- ✓ 연간 이익 1.5 조원(+12.1% YoY): 견조한 업황 및 증설효과 반영
- ✓ 4월 말 RUC/ODC 프로젝트 기계적 완공과 하반기 상업가동 예정
- ✓ 18년 DPS 7,400 원을 예상, 배당수익률 6.4% 수준
- ✓ 투자의견 Buy 와 적정주가 16.5 만원 유지

Buy

적정주가 (12개월) 165,000 원

현재주가 (4.25) 110,000 원

상승여력 50.0%

KOSPI 2,448.81pt

시가총액 123,841억원

발행주식수 11,258만주

유동주식비율 36.54%

외국인비중 77.21%

52주 최고/최저가 132,000원/92,900원

평균거래대금 291.1억원

주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 외 12 63.46

국민연금 6.07

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -6.0 -14.7 10.1

상대주가 -7.2 -13.2 -1.2

주가그래프



1Q18 영업이익 2,555 억원 기록: 시장 예상치 -34% 하회

동사의 1Q18 영업이익은 (1) 정기보수에 따른 기회손실 -650 억원, (2) 환율하락에 따른 손실 -150 억원, (3) 재고평가이익 50 억원의 영향으로 2,555 억원을 기록했고, 최근 하향조정된 시장 예상치를 하회하는 부진한 실적을 기록했다.

정유 이익은 904 억원, 이 중 환율손실 -124 억원, 재고평가이익 50 억원이 포함되었다. 휘발유 등 석유제품별 전방 수요 호조는 이어졌으나, (1) 유가 및 OSP 상승, (2) 역외 물량 유입, (3) 중국 수출물량 증가 영향으로 수익성이 부진했다.

화학은 환율손실 -18 억원과 재고평가손실 -100 억원이 반영된 810 억원을 기록했다. 연초 중국 춘절 연휴 이전 재고획득 수요와 벤젠 등 아로마틱스 체인 강세에도 불구하고, P-X를 비롯한 화학 공정 정기보수에 따른 기회손실 효과가 컸다.

윤활기유 이익은 환율손실 -8 억원, 재고평가이익 100 억원이 포함된 841 억원이다.

RUC/ODC 프로젝트 효과는 하반기에 가시화될 전망

지난 3년간 투자한 RUC/ODC 프로젝트는 4월 말 기계적 완공을 앞두고 있고, 이익 증가 효과는 상업가동이 예상되는 올 3분기말부터 가능할 전망이다. 18~19년 글로벌 PP/PO의 타이트한 수급을 감안하면 올해 말부터 투자의 결실을 맛볼 시기가 도래한다.

투자의견 Buy 와 적정주가는 16.5 만원을 유지

18년 이익은 1.5 조원, 순이익 1.2 조원, DPS 7,400 원을 예상한다. 신규 설비 가동과 함께 중국의 환경규제/전방수요 개선에 따른 아로마틱스 체인 강세가 동사의 석유화학 및 전사 이익 성장을 견인할 전망이다. 올 하반기가 이익 정상화와 배당매력이 뚜렷해지는 시점임을 감안하여 기존 투자의견과 적정주가를 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
2017	20,891.4	1,373.3	1,246.5	10,870	3.6	58,682	10.8	2.0	9.7	18.8	120.5
2018E	22,730.0	1,539.6	1,239.6	10,679	-1.8	61,848	10.8	1.9	8.5	17.4	133.8
2019E	24,250.5	2,243.4	1,804.9	15,829	48.2	69,987	7.3	1.6	6.0	23.5	136.1
2020E	24,410.6	2,313.9	1,869.1	16,400	3.6	78,676	7.0	1.5	5.5	21.6	132.3

표1 S-Oil 1Q18 실적 Review

(십억원)	1Q18P	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	5,410.9	5,200.2	4.1	5,814.4	-6.9	5,712.2	-5.3%	5,381.9	0.5
영업이익	255.5	333.5	-23.4	369.3	-30.8	389.2	-34.3%	477.4	-46.5
세전이익	259.0	519.9	-50.2	526.9	-50.8	411.4	-37.0%	470.4	-44.9
순이익	189.3	393.9	-51.9	386.9	-51.1	325.3	-41.8%	352.8	-46.3
영업이익률(%)	4.7	6.4		6.4		6.8		8.9	
순이익률(%)	3.5	7.6		6.7		5.7		6.6	

자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

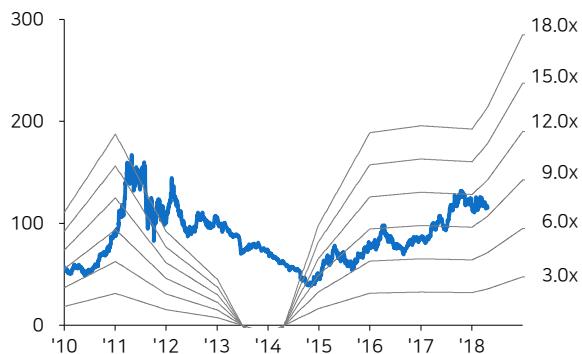
표2 S-Oil 사업부문별 실적추정치

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	5,200.2	4,665.0	5,211.8	5,814.4	5,410.9	5,642.9	5,784.2	5,891.9	20,891.4	22,730.0	24,250.5
정유	4,044.0	3,698.6	4,107.4	4,562.4	4,341.3	4,390.5	4,511.4	4,496.9	16,412.4	17,740.1	17,557.4
석유화학	771.4	560.6	699.5	832.6	690.2	771.4	789.2	929.8	2,864.1	3,180.6	4,793.6
윤활기유	384.7	405.8	405.0	419.4	379.5	481.1	483.6	465.2	1,614.9	1,809.4	1,899.4
영업이익	333.5	117.3	553.2	369.3	255.5	373.3	479.1	431.7	1,373.3	1,539.6	2,243.4
%OP	6.4%	2.5%	10.6%	6.4%	4.7%	6.6%	8.3%	7.3%	6.6%	6.8%	9.3%
정유	100.2	-84.9	336.4	266.1	90.4	168.5	281.8	204.2	684.0	744.9	932.0
석유화학	139.6	72.8	90.5	22.9	81.0	95.8	85.6	135.5	341.4	397.9	887.5
윤활기유	84.1	129.4	126.3	80.4	84.1	109.0	111.7	92.0	427.6	396.8	423.9
세전이익	519.9	71.1	527.0	526.9	259.0	358.0	458.5	584.0	1,644.9	1,659.5	2,406.5
순이익(지배)	393.9	66.9	398.7	386.9	189.3	268.5	343.9	438.0	1,246.5	1,239.6	1,804.9
% YoY											
매출액	51.7%	11.1%	26.0%	27.6%	4.1%	21.0%	11.0%	1.3%	28.0%	8.8%	6.7%
영업이익	-32.2%	-81.7%	376.1%	0.4%	-23.4%	218.3%	-13.4%	16.9%	-15.1%	12.1%	45.7%
세전이익	-8.9%	-87.9%	132.1%	174.1%	-50.2%	403.5%	-13.0%	10.8%	4.4%	0.9%	45.0%
순이익(지배)	-9.1%	-84.9%	132.1%	147.0%	-51.9%	301.2%	-13.8%	13.2%	3.4%	-0.6%	45.6%
% QoQ											
매출액	14.1%	-10.3%	11.7%	11.6%	-6.9%	4.3%	2.5%	1.9%			
영업이익	-9.4%	-64.8%	371.8%	-33.2%	-30.8%	46.1%	28.4%	-9.9%			
세전이익	170.5%	-86.3%	641.1%	0.0%	-50.8%	38.2%	28.1%	27.4%			
순이익(지배)	151.4%	-83.0%	495.8%	-3.0%	-51.1%	41.8%	28.1%	27.4%			

자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

그림1 12M Fwd PER 밴드 차트

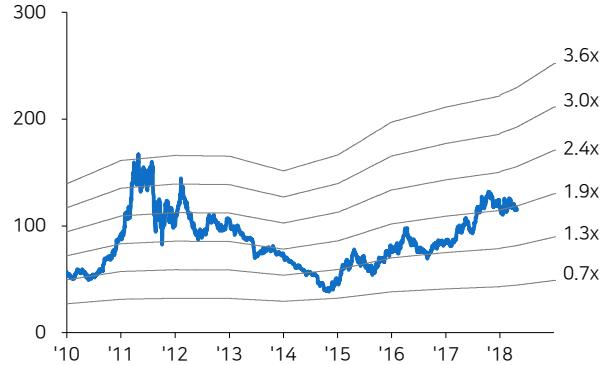
(천원)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 12M Trailing PBR 밴드 차트

(천원)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 Dubai 유가 추이: 지정학적 리스크 등 외적 요소로 상승

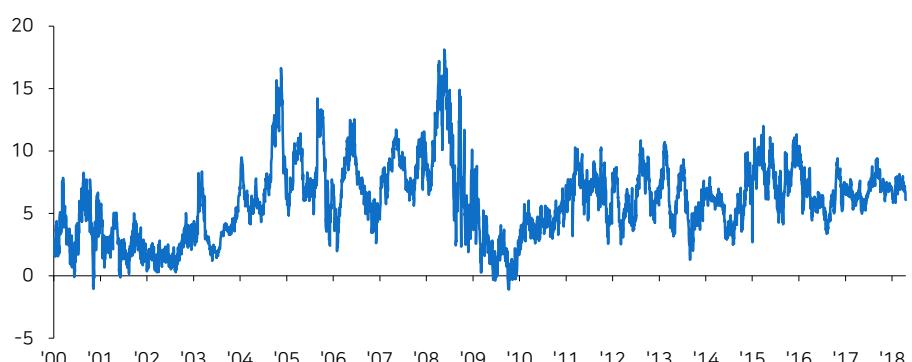
(달러/배럴)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

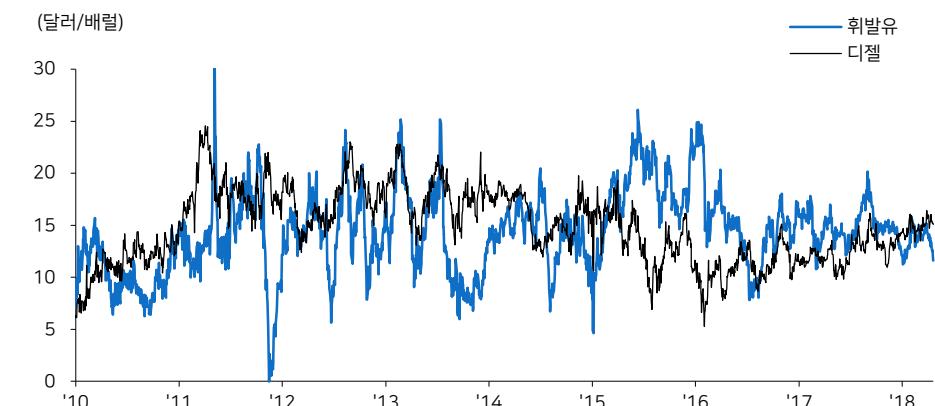
그림4 연초 이후 둔화된 정제마진

(달러/배럴) — 정제마진



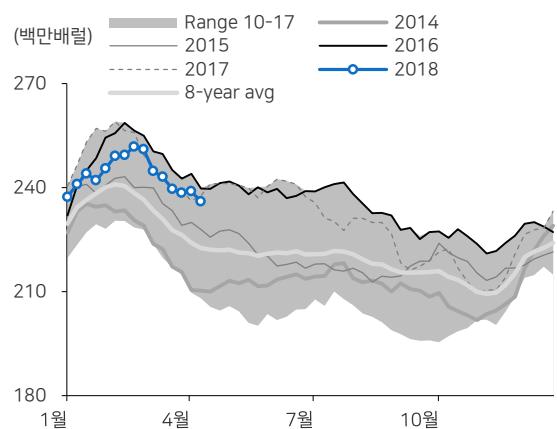
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 휘발유, 디젤 마진: 휘발유 마진 둔화는 고가 원재료, 역외 물량 유입에 따른 마진 둔화 영향



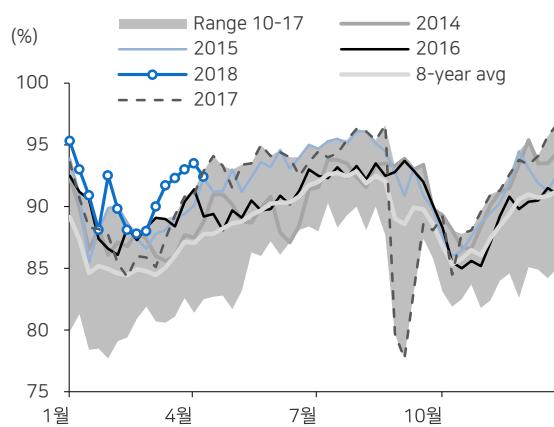
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 북미 휘발유 재고량



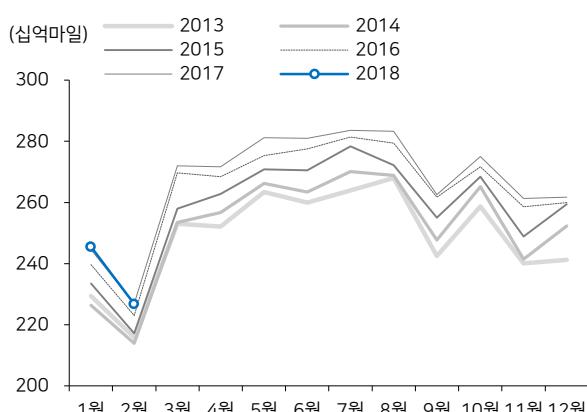
자료: EIA, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 북미 경제설비 가동률



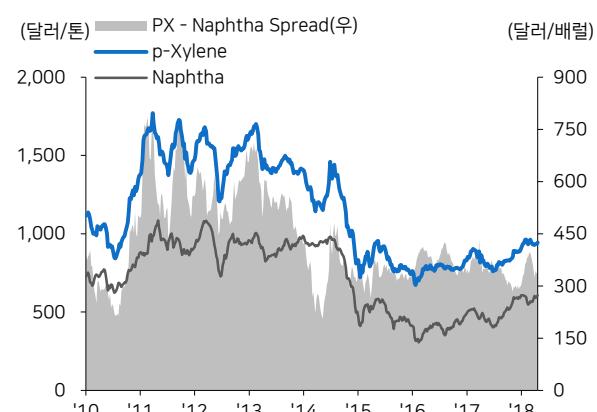
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 북미 자동차 주행거리 월별 흐름



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 P-X 스프레드



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

S-Oil (010950)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,321.8	20,891.4	22,730.0	24,250.5	24,410.6
매출액증가율 (%)	-8.8	28.0	8.8	6.7	0.7
매출원가	14,020.9	18,783.1	20,832.0	21,624.7	21,711.8
매출총이익	2,301.0	2,108.2	1,898.0	2,625.8	2,698.8
판매관리비	684.1	735.0	358.4	382.4	384.9
영업이익	1,616.9	1,373.3	1,539.6	2,243.4	2,313.9
영업이익률	9.9	6.6	6.8	9.3	9.5
금융손익	-59.8	203.4	114.3	176.0	191.2
증속/관계기업손익	6.7	5.1	10.8	12.0	12.0
기타영업외손익	11.4	63.1	-25.0	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	1,575.1	1,644.9	1,659.5	2,406.5	2,492.1
법인세비용	369.7	398.4	420.0	601.6	623.0
당기순이익	1,205.4	1,246.5	1,239.6	1,804.9	1,869.1
지배주주지분 순이익	1,205.4	1,246.5	1,239.6	1,804.9	1,869.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,722.0	1,143.3	1,766.9	2,267.8	2,465.1
당기순이익(손실)	1,205.4	1,246.5	1,225.0	1,804.9	1,869.1
유형자산상각비	278.4	285.4	417.6	509.4	607.3
무형자산상각비	8.3	8.8	7.4	6.3	5.3
운전자본의 증감	-188.2	-236.3	127.7	-40.7	-4.6
투자활동 현금흐름	-1,966.9	-832.2	-1,922.1	-1,308.3	-1,201.6
유형자산의증가(CAPEX)	-1,063.6	-2,414.1	-1,908.0	-1,200.0	-1,200.0
투자자산의감소(증가)	17.4	3.9	9.1	4.0	11.1
재무활동 현금흐름	811.1	-598.3	673.1	384.6	144.2
차입금의 증감	1,154.1	91.2	1,360.1	1,240.5	1,000.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	566.2	-287.4	517.9	1,344.1	1,407.7
기초현금	201.2	767.4	480.1	997.9	2,342.1
기말현금	767.4	480.1	997.9	2,342.1	3,749.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974.4	6,774.9	7,064.7	8,780.5	10,230.1
현금및현금성자산	767.4	480.1	997.9	2,342.1	3,749.8
매출채권	1,154.6	1,538.8	1,464.7	1,557.8	1,568.3
재고자산	2,423.4	2,790.7	2,613.6	2,779.8	2,798.5
비유동자산	5,984.6	8,312.6	9,797.3	10,489.7	11,078.0
유형자산	5,710.8	7,968.7	9,459.1	10,149.8	10,742.5
무형자산	54.5	105.2	97.7	91.4	86.1
투자자산	123.4	124.6	126.3	134.3	135.2
자산총계	13,959.0	15,087.5	16,862.0	19,270.1	21,308.1
유동부채	4,832.8	4,544.4	5,146.8	5,831.4	5,894.5
매입채무	1,140.7	1,733.3	1,756.5	1,868.1	1,880.8
단기차입금	1,788.6	1,355.4	1,595.4	1,795.4	1,975.4
유동성장기부채	357.3	14.2	94.2	174.2	234.2
비유동부채	2,734.7	3,700.4	4,503.4	5,278.0	6,239.6
사채	1,971.2	2,670.3	3,270.3	3,870.3	4,670.3
장기차입금	592.4	804.4	1,004.4	1,164.4	1,324.4
부채총계	7,567.4	8,244.8	9,650.2	11,109.3	12,134.1
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	23.4	23.4	23.4	23.4
이익잉여금	4,745.4	5,198.1	5,567.3	6,516.3	7,529.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,391.6	6,842.6	7,211.8	8,160.8	9,174.0

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	144,976	185,565	201,896	215,401	216,823
EPS(지배주주)	10,494	10,870	10,679	15,829	16,400
CFPS	16,875	16,574	18,650	26,150	27,193
EBITDAPS	16,909	14,811	17,451	24,507	25,994
BPS	54,814	58,682	61,848	69,987	78,676
DPS	6,200	5,900	7,400	7,400	7,400
배당수익률(%)	7.3	5.0	6.4	6.4	6.4
(Valuation(Multiple))					
PER	8.1	10.8	10.8	7.3	7.0
PCR	5.0	7.1	6.2	4.4	4.2
PSR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	1.5	2.0	1.9	1.6	1.5
EBITDA	1,903.6	1,667.4	1,964.7	2,759.1	2,926.5
EV/EBITDA	5.4	9.7	8.5	6.0	5.5
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	20.5	18.8	17.4	23.5	21.6
EBITDA 이익률	11.7	8.0	8.6	11.4	12.0
부채비율	118.4	120.5	133.8	136.1	132.3
금융비용부담률	0.3	0.3	1.1	1.3	1.5
이자보상배율(X)	28.7	23.6	6.1	7.2	6.4
매출채권회전율(X)	14.9	15.5	15.1	16.0	15.6
재고자산회전율(X)	8.1	8.0	8.4	9.0	8.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 26일 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 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	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 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	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	-26.0	-20.0	
2018.01.30	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-26.8	-20.0	
2018.04.26	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-	-	

