

2018. 7. 16



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 165,000 원

현재주가 (7.13) 109,500 원

상승여력 50.7%

KOSPI 2,310.90pt

시가총액 123,278억원

발행주식수 11,258만주

유동주식비율 36.54%

외국인비중 76.46%

52주 최고/최저가 132,000원/102,000원

평균거래대금 298.9억원

주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 외 13 63.46

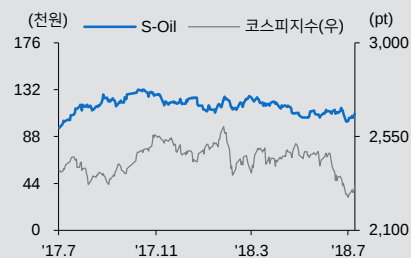
국민연금 6.07

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.8 -3.5 6.8

상대주가 4.9 4.2 11.4

주가그래프



S-Oil 010950

정제마진 Up-turn

- ✓ 2Q18 영업이익 3,977억원(+56.3% QoQ) 추정, 시장 예상치 부합 전망
: 정유 2,309억원(재고이익 999억원 포함), 화학 644억원, 윤활기유 1,024억원
- ✓ 본격적인 개선을 앞둔 정유업황: (1) 북미 설비 가동률 Peak-out, (2) OSP 하락
- ✓ 7월 RUC&ODC 본격 가동으로 2H18 이익 모멘텀 반영될 구간
- ✓ 정유업종 최선호주로 제시, 적정주가 16.5만원 유지

2Q18 영업이익 3,977억원, 18년 연간 이익 1.5 조원을 추정

2Q18 영업이익은 3,977억원(+56.3% QoQ)으로 시장 예상치에 부합하겠다. 분기 이익 개선은 (1) 유가 상승에 따른 재고평가이익, (2) 전분기 발생한 정기보수에 따른 기저효과와 소멸효과 때문이다. 사업부별 이익 추정치는 정유 2,309억원, 석유화학 644억원, 윤활기유 1,024억원이다. 사업부별 이익 흐름은 정유와 윤활기유 개선, 석유화학 하락이 예상된다. 정유부문은 재고이익 999억원(Dubai유가 전분기 대비 11달러/배럴 상승)이 추정된다. 당분기 정제마진은 (1) OSP 프리미엄이 지속, (2) 유가 상승 부담감으로 6.1달러/배럴(-14.1% QoQ)으로 부진했다. 석유화학은 (1) P-X와 벤젠 마진 하락, (2) 5월 말 No.1 P-X(74만톤/연) 정기보수 종료에 따라 부진한 이익이 추정된다. 윤활기유는 가동률 정상화 및 스프레드 개선에 따라 분기 이익 개선 흐름을 예상한다.

뚜렷한 정제마진 반동: (1) 북미 설비 가동률 Peak-out, (2) OSP 하락

정유업은 최악의 구간을 통과했다는 판단이다. 부진했던 정제마진은 7월 5.0달러/배럴까지 회복, 반등을 목전에 두고 있다. 반등은 (1) 북미 정제설비 가동률 Peak-out, (2) OSP 하향 조정으로 고가 원재료 효과 감소에서 비롯된다.

RUC&ODC 완공의 의미: (1) 이익 독식, (2) IMO 규제를 대비

올 7월 기다리던 고도화설비 프로젝트가 신규 가동되었다. 타이트한 정유업 수급을 고려하면 설비 풀가동으로 4,800억원의 이익 발생, 이익 모멘텀이 부각되겠다. 또한 2020년 선박엔진의 B-C규제(350ppm→50ppm)가 시행되어 국내 정유사들의 이익 악화 우려가 있다. 동사는 고도화 비율이 40% 수준으로 증가, B-C 100% 자급하며 규제 대상에서 제외될 전망이다. 동사에 대해 정유업 최선호주로 제시, 적정주가는 16.5만원(PER 14배)을 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	23,076.3	1,582.0	1,299.8	11,343	4.4	57,812	9.0	1.8	5.9	19.1	148.4
2019E	24,813.7	2,325.5	1,891.9	16,603	46.4	66,697	6.2	1.5	4.2	26.1	147.7
2020E	25,190.9	2,436.6	1,937.7	17,009	2.5	75,975	6.0	1.3	3.7	23.3	141.6

표1 S-Oil 2Q18 실적 추정 비교

(십억원)	2Q18E	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,763.6	4,665.0	23.5%	5,410.9	6.5%	5,887.2	-2.1%
영업이익	397.7	117.3	239.0%	254.5	56.3%	411.0	-3.2%
지배순이익	293.0	66.9	338.0%	188.7	55.3%	298.0	-1.7%

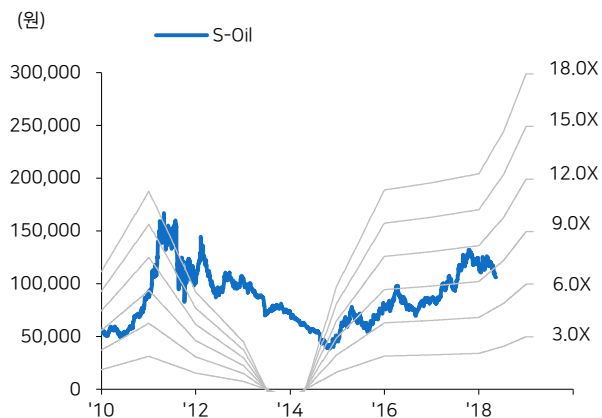
자료: Fnguide, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 S-Oil 사업부문별 실적추정치

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	5,200.2	4,665.0	5,211.8	5,814.4	5,410.9	5,763.6	5,909.2	5,992.7	20,891.4	23,076.3	24,813.7
정유	4,044.0	3,698.6	4,107.4	4,562.4	4,341.3	4,511.4	4,624.2	4,582.6	16,412.4	18,059.5	1,799.0
석유화학	771.4	560.6	699.5	832.6	690.2	775.4	804.2	947.5	2,864.1	3,217.3	4,914.5
운할기유	384.7	405.8	405.0	419.4	379.5	476.7	480.8	462.6	1,614.9	1,799.6	1,900.1
영업이익	333.5	117.3	553.2	369.3	254.5	397.7	486.9	442.8	1,373.3	1,582.0	2,325.5
%OP	6.4%	2.5%	10.6%	6.4%	4.7%	6.9%	8.2%	7.4%	6.6%	6.8%	9.4%
정유	100.2	-84.9	336.4	266.1	90.4	230.9	318.5	215.0	684.0	854.8	996.6
석유화학	139.6	72.8	90.5	22.9	81.0	64.4	62.4	140.8	341.4	348.7	924.5
운할기유	84.1	129.4	126.3	80.4	84.1	102.4	106.0	87.0	427.6	379.4	404.4
세전이익	519.9	71.1	527.0	526.9	258.2	390.7	479.9	610.8	1,644.9	1,739.7	2,522.5
순이익(지배)	393.9	66.9	398.7	386.9	188.7	293.0	359.9	458.1	1,246.5	1,299.8	1,891.9
% YoY											
매출액	51.7%	11.1%	26.0%	27.6%	4.1%	23.5%	13.4%	3.1%	28.0%	10.5%	7.5%
영업이익	-32.2%	-81.7%	376.1%	0.4%	-23.7%	239.0%	-12.0%	19.9%	-15.1%	15.2%	47.0%
세전이익	-8.9%	-87.9%	132.1%	174.1%	-50.3%	449.5%	-8.9%	15.9%	4.4%	5.8%	45.0%
순이익(지배)	-9.1%	-84.9%	132.1%	147.0%	-52.1%	338.0%	-9.7%	18.4%	3.4%	4.3%	45.6%
% QoQ											
매출액	14.1%	-10.3%	11.7%	11.6%	-6.9%	6.5%	2.5%	1.4%			
영업이익	-9.4%	-64.8%	371.8%	-33.2%	-31.1%	56.3%	22.4%	-9.1%			
세전이익	170.5%	-86.3%	641.1%	0.0%	-51.0%	51.3%	22.8%	27.3%			
순이익(지배)	151.4%	-83.0%	495.8%	-3.0%	-51.2%	55.3%	22.8%	27.3%			

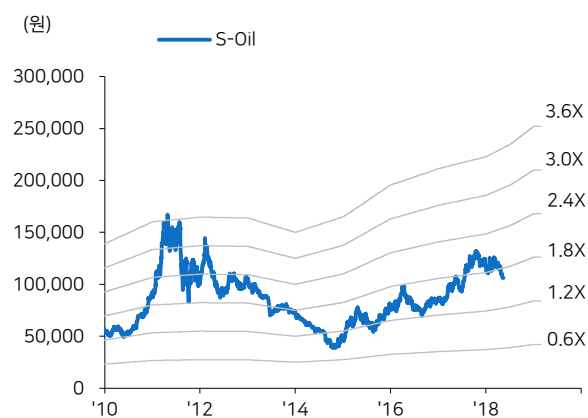
자료: S-Oil, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



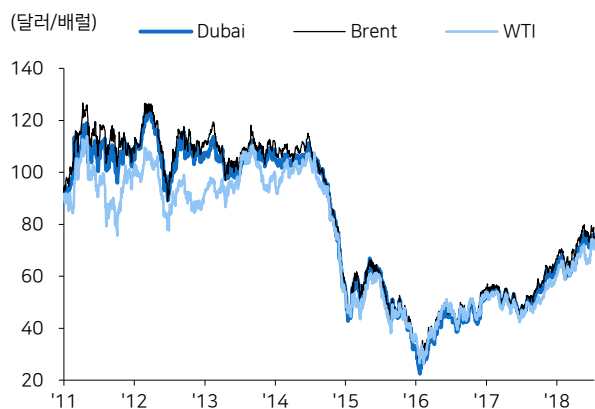
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드



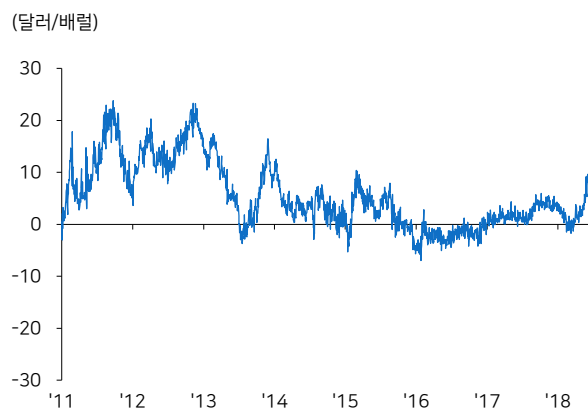
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 국제유가 흐름



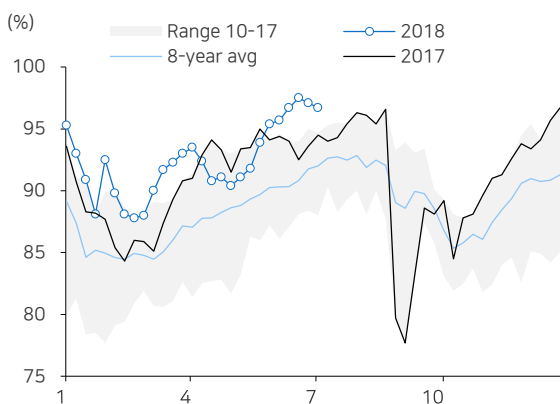
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 Dubai-WTI 스프레드 축소



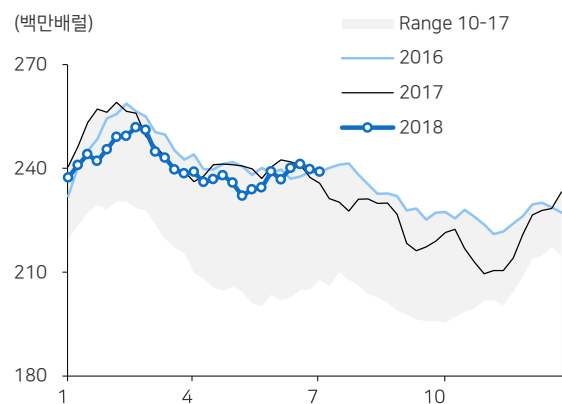
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 북미 정제설비 가동률



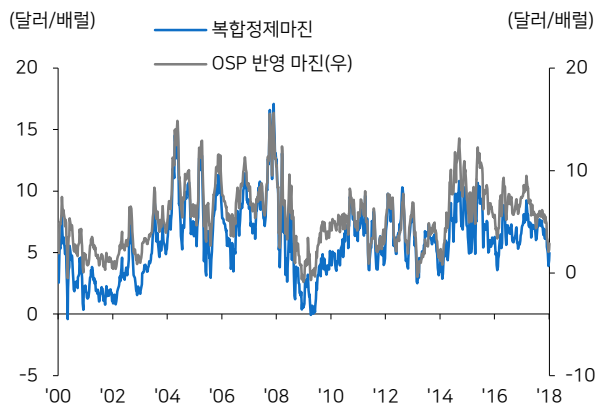
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 북미 휘발유 재고량



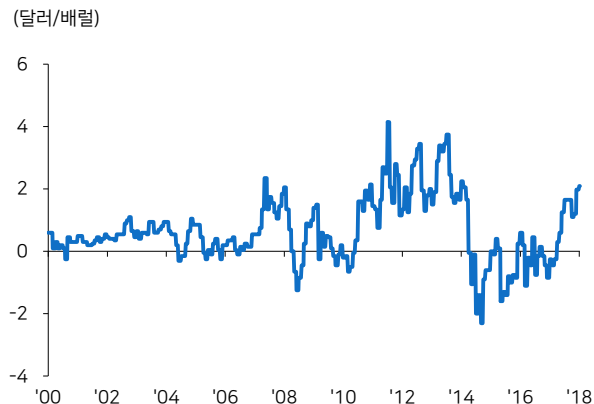
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 복합정제마진 추이



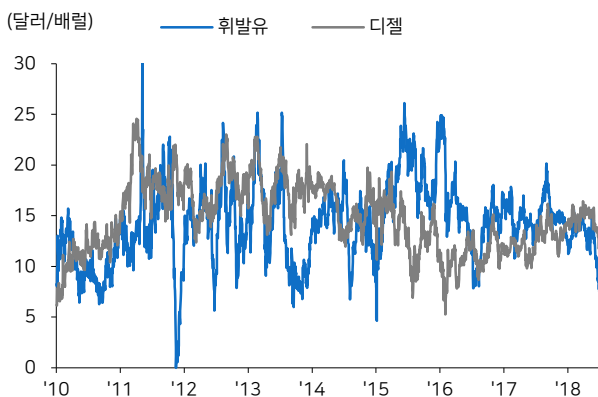
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 OSP 변동(Arab Light 기준)



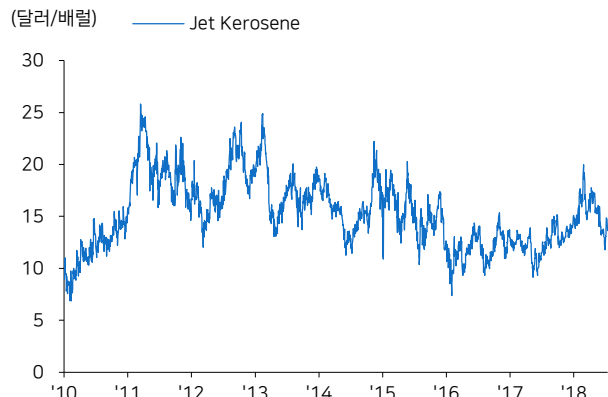
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 휘발유와 디젤 마진



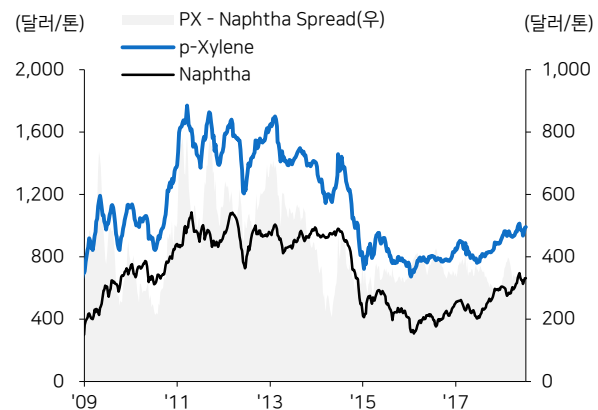
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 Jet Kerosene 마진



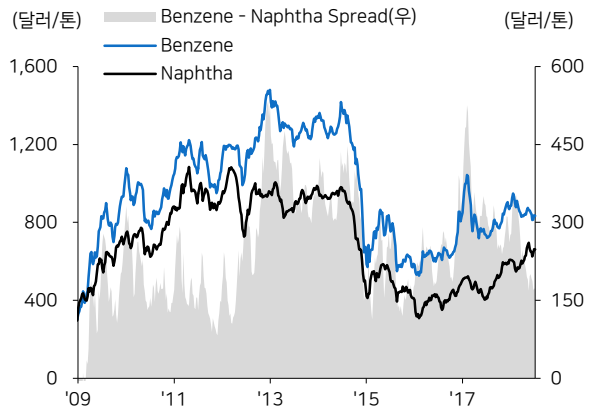
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 P-X 스프레드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 벤젠 스프레드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

S-Oil (010950)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,321.8	20,891.4	23,076.3	24,813.7	25,190.9
매출액증가율 (%)	-8.8	28.0	10.5	7.5	1.5
매출원가	14,020.9	18,783.1	21,079.0	22,096.9	22,357.1
매출총이익	2,301.0	2,108.2	1,997.4	2,716.8	2,833.8
판매관리비	684.1	735.0	415.4	391.3	397.2
영업이익	1,616.9	1,373.3	1,582.0	2,325.5	2,436.6
영업이익률	9.9	6.6	6.9	9.4	9.7
금융손익	-59.8	203.4	184.4	210.0	160.0
중속/관계기업손익	6.7	5.1	10.7	12.0	12.0
기타영업외손익	11.4	63.1	-37.4	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	1,575.1	1,644.9	1,739.7	2,522.5	2,583.6
법인세비용	369.7	398.4	439.9	630.6	645.9
당기순이익	1,205.4	1,246.5	1,299.8	1,891.9	1,937.7
지배주주지분 순이익	1,205.4	1,246.5	1,299.8	1,891.9	1,937.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,722.0	1,143.3	648.1	3,069.1	3,164.8
당기순이익(손실)	1,205.4	1,246.5	1,299.8	1,891.9	1,937.7
유형자산상각비	278.4	285.4	1,105.6	1,261.4	1,252.7
무형자산상각비	8.3	8.8	7.9	7.3	6.8
운전자본의 증감	-188.2	-236.3	-1,788.5	-79.5	-20.3
투자활동 현금흐름	-1,966.9	-832.2	-1,219.9	-1,265.7	-1,207.9
유형자산의증가(CAPEX)	-1,063.6	-2,414.1	-1,915.9	-1,200.0	-1,200.0
투자자산의감소(증가)	17.4	3.9	6.9	3.2	9.7
재무활동 현금흐름	811.1	-598.3	1,529.4	384.7	144.3
차입금의 증감	1,154.1	91.2	1,654.9	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	957.6	2,188.0	2,101.2
기초현금	201.2	767.4	480.1	1,437.7	3,625.7
기말현금	767.4	480.1	1,437.7	3,625.7	5,726.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974.4	6,774.9	7,439.3	10,016.5	12,217.2
현금및현금성자산	767.4	480.1	1,437.7	3,625.7	5,726.9
매출채권	1,154.6	1,538.8	1,552.4	1,659.3	1,686.7
재고자산	2,423.4	2,790.7	3,099.3	3,312.7	3,367.3
비유동자산	5,984.6	8,312.6	9,305.7	9,245.8	9,188.7
유형자산	5,710.8	7,968.7	8,931.7	8,870.3	8,817.6
무형자산	54.5	105.2	98.9	91.5	84.8
투자자산	123.4	124.6	128.5	137.3	139.6
자산총계	13,959.0	15,087.5	16,745.0	19,262.3	21,405.9
유동부채	4,832.8	4,544.4	5,499.1	6,204.4	6,302.1
매입채무	1,140.7	1,733.3	1,786.5	1,909.5	1,940.9
단기차입금	1,788.6	1,355.4	1,983.1	2,183.1	2,363.1
유동성장기부채	357.3	14.2	73.8	153.8	213.8
비유동부채	2,734.7	3,700.4	4,504.7	5,280.7	6,244.8
사채	1,971.2	2,670.3	3,120.6	3,720.6	4,520.6
장기차입금	592.4	804.4	1,151.5	1,311.5	1,471.5
부채총계	7,567.4	8,244.8	10,003.8	11,485.2	12,546.9
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	25.2	25.2	25.2
이익잉여금	4,745.4	5,198.1	5,094.8	6,130.8	7,212.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,391.6	6,842.6	6,741.1	7,777.2	8,859.0

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	144,976	185,565	204,972	220,404	223,754
EPS(지배주주)	10,494	10,870	11,343	16,603	17,009
CFPS	16,875	16,574	25,192	33,568	34,029
EBITDAPS	16,909	14,811	23,942	31,925	32,830
BPS	54,814	58,682	57,812	66,697	75,975
DPS	6,200	5,900	7,400	7,400	7,400
배당수익률(%)	7.3	5.0	7.2	7.2	7.2
Valuation(Multiple)					
PER	8.1	10.8	9.0	6.2	6.0
PCR	5.0	7.1	4.1	3.1	3.0
PSR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	1.5	2.0	1.8	1.5	1.3
EBITDA	1,903.6	1,667.4	2,695.4	3,594.2	3,696.0
EV/EBITDA	5.4	9.7	5.9	4.2	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.5	18.8	19.1	26.1	23.3
EBITDA 이익률	11.7	8.0	11.7	14.5	14.7
부채비율	118.4	120.5	148.4	147.7	141.6
금융비용부담률	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	28.7	23.6			
매출채권회전율(x)	14.9	15.5	14.9	15.5	15.1
재고자산회전율(x)	8.1	8.0	7.8	7.7	7.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 16일 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.26	기업브리프	Buy	110,000	노우호	-31.2	-27.4	
2016.09.06	산업분석	Buy	110,000	노우호	-30.8	-26.2	
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	-27.8	-20.0	
2018.05.31	산업분석	Buy	165,000	노우호	-28.8	-20.0	
2018.07.16	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-	-	