

## S-Oil(010950)

## 정제마진은 V자 반등 중

2분기 실적은 일회성 요인으로 당사 추정치 하회  
 연간 영업이익 추정치 20% 하향  
 지나간 2분기 실적보다 다가올 정제마진 re-rating에 집중할 시기

## Facts : 일회성 요인으로 얼룩진 2분기 실적

2분기 영업이익은 전년동기대비 243%, 전분기대비 58% 개선되었다. 유가 상승에 따른 채고평가이익이 1,700억원 인식되었고 정제마진 또한 확대되었기 때문이다. 컨센서스에는 3% 미달한 대체로 부합한 실적이나, 당사 영업이익 추정치는 24% 하회했다. 석유화학부문이 예상보다 길어진 정기보수 기간 및 기계적 결함 등 일회성 요인으로 추정치를 미달했기 때문이다. 순이익은 6월 원화약세로 환차손이 1,792억원 발생해 컨센서스 및 당사 추정치를 크게 하회했다.

## Pros &amp; cons : 추정치 하회 주요인은 PX 설비 가동을 추락

정유부문 영업이익은 1개월 후행 아시아 정제마진이 전분기대비 30% 확대되고 채고평가이익까지 가세되어 전분기대비 242% 개선되었으나, 6월 한달 spot 정제마진이 급락하여 추정치는 13% 하회했다. 석유화학부문은 PX 1공장이 예상보다 한달 이상 정기보수 기간이 길어졌고 PX 2공장 또한 기계적 결함이 발생하며 전체 설비가동률이 55%로 하락했다. 이에 따라 영업이익은 전분기대비 80% 감소하고 추정치 또한 77% 하회했다. 실적 설명회를 통해 현재 설비가동률은 90% 이상으로 회복하였고 3분기와 4분기에 걸쳐 가동률을 더욱 높일 계획임을 밝혔다.

## Action : Spot 정제마진 re-rating 가능성에 주목

2분기 실적을 반영해서 2018년 영업이익을 20% 하향조정하지만, 일회성 요인 등으로 예상보다는 부진한 실적은 이미 주가에 반영되었다. 이제는 타이트한 수급으로 반등하고 있는 spot 정제마진에 주목할 시기다. 정제마진은 이미 6월 저점 대비 50% 이상 개선되었고 4분기와 내년 1분기에 걸쳐 역사적 고점을 상향 돌파할 것으로 전망한다. 등경유 채고가 역사적 저점을 기록하고 있는 가운데, 공급은 축소될 전망이다. 강화된 세금 규제에 중국의 teapot 설비 가동률이 하락하고 있고 가을철 정기보수도 8, 9월에 집중되어 있기 때문이다. 특히, 수요측면에서 긍정적 변화가 예상된다. 중국은 IMO 환경규제를 1년 앞당겨 2019년 1월부터 시행할 계획이며, 이는 등경유 대체수요증가로 이어진다. 4분기와 1분기가 등경유 최대 성수기이기에 등경유를 중심으로 spot 정제마진의 re-rating은 필연적이다.

하 회      부 합      상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 160,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(7/26)	2,289
주가(7/26)	116,500
시가총액(십억원)	13,116
발행주식수(백만)	113
52주 최고/최저가(원)	132,000/102,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	29,682
유동주식비율/외국인지분율(%)	36.5/76.7
주요주주(%)	Aramco Overseas Company BV 외 12 인 63.5
	국민연금 6.1

## Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	10.9	18.6	7.7
PBR(x)	2.0	1.9	1.6
ROE(%)	18.8	10.4	22.1
DY(%)	5.0	4.6	9.3
EV/EBITDA(x)	9.7	8.4	4.4
EPS(원)	10,706	6,261	15,040
BPS(원)	58,698	61,940	74,005

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.3	0.9	1.7
KOSPI 대비(%p)	3.9	12.0	7.7

## 주가추이



자료: WISEfn

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	4,665	5,212	5,814	5,411	6,003	10.9	28.7	5,904
영업이익	117	553	369	256	403	57.6	243.2	416
영업이익률(%)	2.5	10.6	7.9	4.7	6.7	42.0	168.3	7.0
세전이익	71	527	527	259	214	(17.5)	200.5	360
순이익	67	399	387	189	163	(14.1)	143.0	294

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이(%p)	변경전	변경후	차이(%p)
매출액	22,200	23,389	5.4	22,467	23,966	6.7
영업이익	1,925	1,474	(23.4)	2,768	2,609	(5.7)
영업이익률(%)	17.6	6.3		21.4	10.9	
세전이익	1,962	1,315	(33.0)	2,874	2,655	(7.6)
순이익	1,489	995	(33.2)	2,194	2,027	(7.6)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	6,003	6,026	5,949	20,891	23,389	23,966
영업이익	333	117	553	369	256	403	277	540	1,373	1,474	2,609
영업이익률(%)	6.4	2.5	10.6	6.4	4.7	7.7	11.3	10.9	6.6	6.3	10.9
순이익	394	67	399	387	189	163	197	447	1,246	995	2,027
증가율(% YoY)											
매출액	51.7	11.1	26.0	27.6	4.1	28.7	15.6	2.3	28.0	12.0	2.5
영업이익	(32.2)	(81.7)	376.1	0.3	(23.4)	243.3	(49.9)	46.2	(15.1)	7.4	77.0
순이익	(9.1)	(84.9)	132.1	147.0	(52.0)	142.9	(50.6)	15.5	3.4	(20.2)	103.7
증가율(% QoQ)											
매출액	14.1	(10.3)	11.7	11.6	(6.9)	10.9	0.4	(1.3)			
영업이익	(9.4)	(64.8)	371.8	(33.2)	(30.8)	57.6	(31.1)	94.7			
순이익	151.4	(83.0)	495.8	(3.0)	(51.2)	(14.0)	21.2	126.7			
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)						416 (3.2)	393 (29.5)	487 10.8		1,551 (5.0)	2,018 29.3
KIS 추정 영업이익 변화(%)					(25.4)	(6.0)	(56.4)	(10.9)		(23.4)	(5.7)

자료: FnGuide, 한국투자증권

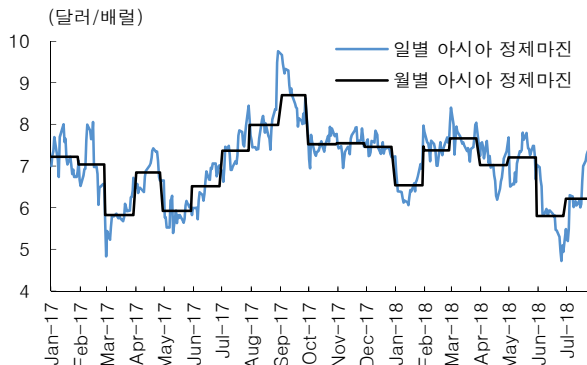
〈표 4〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	6,003	6,026	5,949	20,891	23,389	23,966
정유	4,044	3,699	4,107	4,562	4,341	4,754	4,870	4,835	16,412	18,800	19,338
유탄기유	385	406	405	419	380	420	435	431	1,615	1,666	1,726
석유화학	771	561	700	833	690	829	721	683	2,864	2,923	2,902
영업이익	333	117	553	369	256	403	277	540	1,373	1,474	2,609
정유	110	(85)	336	266	90	305	121	322	627	838	1,446
유탄기유	84	129	126	80	84	81	84	117	420	366	586
석유화학	140	73	91	23	81	17	72	101	326	271	577
영업이익률 (%)	6.4	2.5	10.6	6.4	4.7	6.7	4.6	9.1	6.6	6.3	10.9
정유	2.7	(2.3)	8.2	5.8	2.1	6.4	2.5	6.7	3.8	4.5	7.5
유탄기유	21.9	31.9	31.2	19.2	22.2	19.3	19.3	27.0	26.0	21.9	34.0
석유화학	18.1	13.0	12.9	2.7	11.7	2.0	10.0	14.8	11.4	9.3	19.9

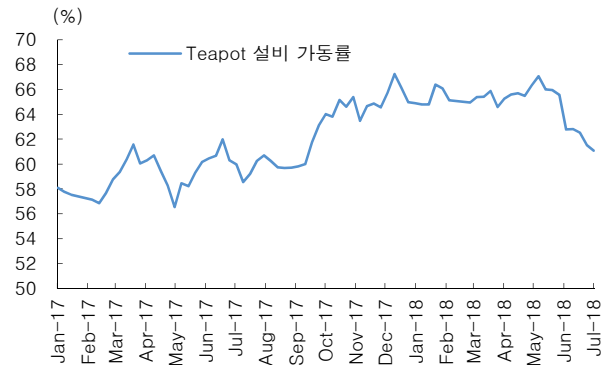
자료: 한국투자증권

[그림 1] 아시아 spot 정제마진은 V자 반등 중



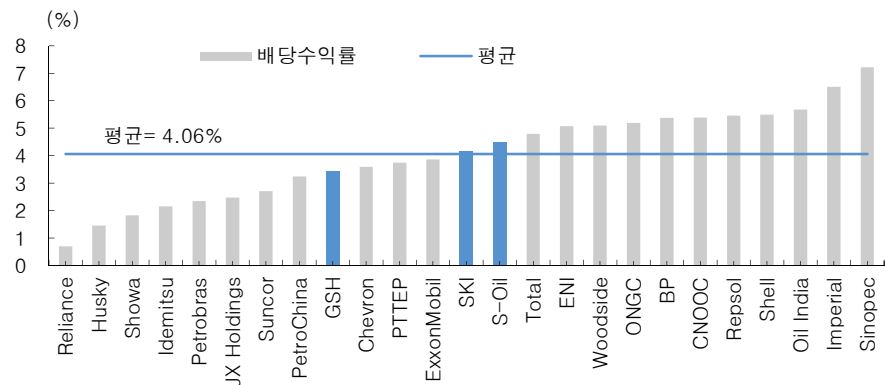
자료: 페트로넷, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 중국 teapot 설비 가동률 하락세 지속



자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 3] Global peers: 배당수익률 비교(2018F)

주: 7월 26일 종가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 5〉 동종업체 밸류에이션

국내	시가총액 (백만달러)	PER(x)			EPS증감률(%)			PBR(x)			ROE(%)			배당수익률(%)		
		2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F
SK이노베이션	16,689	9.1	6.7	5.1	25.9	34.9	31.1	1.1	0.9	0.8	12.0	14.8	17.2	3.9	5.2	6.7
S-Oil	11,719	8.2	10.9	9.2	90.9	3.4	19.4	1.5	2.0	1.8	20.5	18.8	20.6	7.3	5.0	6.8
GS	4,400	6.4	6.0	5.8	63.7	22.3	6.0	0.7	0.8	0.7	12.1	13.4	12.7	3.0	2.9	2.8
평균		7.9	7.9	6.7	60.2	20.2	18.8	1.1	1.2	1.1	14.8	15.7	16.8	4.7	4.4	5.4
해외																
Exxon Mobil	353,906	23.3	16.7	15.4	146.3	7.8	8.9	1.9	1.8	1.7	11.1	10.5	10.7	3.7	3.9	4.0
Petrochina	196,578	37.8	15.4	13.8	200.0	171.7	12.0	0.7	0.8	0.7	1.9	4.7	5.2	2.7	3.2	3.7
BP	148,974	41.1	13.6	12.6	2719.7	219.2	7.8	1.4	1.5	1.4	3.5	10.7	10.9	5.2	5.4	5.5
Sinopec	116,530	11.3	10.1	10.0	10.4	49.9	1.1	0.8	1.0	1.0	7.1	10.3	10.0	8.2	7.2	7.4
Petrobras	75,069	NA	8.3	7.3	NM	NM	14.3	0.8	0.9	0.8	(0.2)	10.5	10.7	NA	2.3	3.7
CNOOC	73,048	17.0	9.1	9.1	5400.0	121.3	0.6	1.1	1.2	1.2	6.5	13.2	12.4	3.9	5.4	5.4
Reliance	102,535	13.0	19.1	15.9	0.4	14.8	19.8	1.5	2.2	2.0	12.1	12.3	13.4	NA	0.6	0.7
ONGC	30,393	11.6	8.5	6.7	138.8	19.5	27.5	1.1	0.9	0.9	9.8	10.9	13.6	3.7	4.5	5.2
Repsol	31,185	10.9	10.1	9.5	16.4	22.7	6.0	0.8	0.8	0.8	7.0	8.3	8.5	0.0	0.0	5.7
PTTEP	16,450	22.0	13.4	12.6	64.4	127.8	6.2	1.2	1.4	1.3	5.1	10.8	10.8	3.1	3.7	4.0
Thai Oil	4,992	8.5	9.2	9.3	17.1	(27.6)	(0.1)	1.7	1.3	1.2	21.7	14.2	13.1	6.4	5.0	4.9
Tonen	25,526	NA	8.4	7.1	NM	62.6	18.2	0.8	1.1	1.0	9.1	15.6	14.5	2.3	2.3	2.5
IRPC	3,927	12.6	10.6	10.0	16.7	7.7	5.8	1.6	1.4	1.3	13.5	13.6	13.1	4.5	4.5	4.9
평균		19.0	11.7	10.7	793.6	66.4	9.9	1.2	1.3	1.2	8.3	11.2	11.3	4.0	3.7	4.4

주: 7월 26일 종가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

S-Oil은 1976년 설립해 석유류 제품, 윤활기유 제품, 석유화학 제품 제조 및 판매를 하는 정유업체. 주력 제품은 경유 계열 제품.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,974	6,775	6,923	8,415	9,337
현금성자산	767	480	1,374	2,926	1,802
매출채권및기타채권	1,326	1,751	1,391	1,395	1,824
재고자산	2,423	2,791	2,920	2,856	4,098
비유동자산	5,985	8,313	9,303	8,983	8,756
투자자산	123	125	118	118	151
유형자산	5,711	7,969	8,973	8,655	8,337
무형자산	54	105	103	102	130
자산총계	13,959	15,087	16,226	17,398	18,093
유동부채	4,833	4,544	4,778	4,953	5,096
매입채무및기타채무	2,169	2,776	2,598	2,542	3,253
단기차입금및단기사채	1,789	1,355	1,763	1,663	1,563
유동성장기부채	357	14	41	372	703
비유동부채	2,735	3,700	3,743	3,343	3,075
사채	1,971	2,670	2,471	2,271	2,071
장기차입금및금융부채	592	804	801	601	401
부채총계	7,567	8,245	8,521	8,295	8,170
지배주주지분	6,392	6,843	7,221	8,627	9,877
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	4,745	5,198	5,576	6,983	8,232
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	7,221	8,627	9,877

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,722	1,143	1,129	2,449	270
당기순이익	1,205	1,246	729	1,752	1,315
유형자산감가상각비	278	285	467	697	687
무형자산상각비	8	9	8	8	10
자산부채변동	(188)	(236)	(64)	4	(1,730)
기타	419	(161)	(11)	(12)	(12)
투자활동현금흐름	(1,967)	(832)	(600)	(373)	(730)
유형자산투자	(1,064)	(2,414)	(1,474)	(382)	(371)
유형자산매각	7	3	3	3	3
투자자산순증	(913)	1,570	17	12	(22)
무형자산순증	(7)	(1)	(6)	(6)	(39)
기타	10	10	860	0	(301)
재무활동현금흐름	811	(598)	(119)	(514)	(235)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	1,021	205	232	(169)	(169)
배당금지급	(210)	(803)	(687)	(620)	(1,260)
기타	0	0	336	275	1,194
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	566	(287)	410	1,561	(694)

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

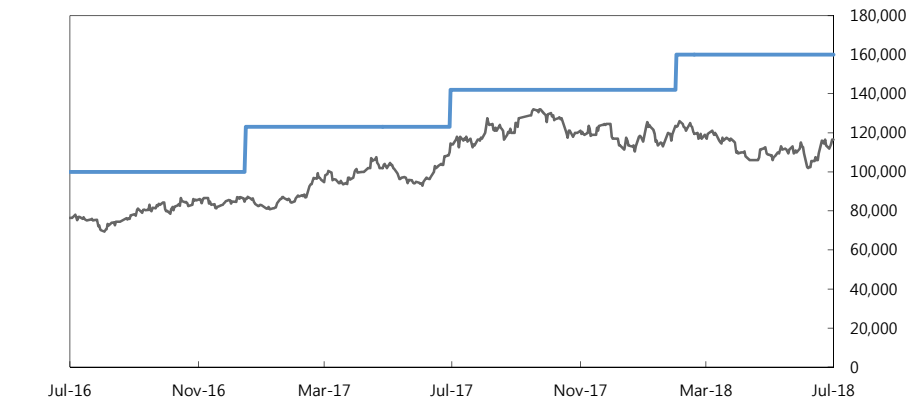
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	16,322	20,891	23,389	23,966	30,676
매출원가	14,021	18,783	21,192	20,618	27,580
매출총이익	2,301	2,108	2,197	3,348	3,096
판매관리비	684	735	722	739	947
영업이익	1,617	1,373	1,474	2,609	2,148
금융수익	185	330	111	68	56
이자수익	55	52	37	68	56
금융비용	245	127	265	34	32
이자비용	56	58	33	34	32
기타영업외손익	11	63	(368)	(360)	(461)
관계기업관련손익	7	5	11	12	12
세전계속사업이익	1,575	1,645	964	2,295	1,723
법인세비용	370	398	235	543	408
연결당기순이익	1,205	1,246	729	1,752	1,315
지배주주지분순이익	1,205	1,246	729	1,752	1,315
기타포괄이익	6	8	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	729	1,752	1,315
지배주주지분포괄이익	1,211	1,254	729	1,752	1,315
EBITDA	1,904	1,667	1,949	3,314	2,845

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,353	10,706	6,261	15,040	11,297
BPS	54,830	58,698	61,940	74,005	84,720
DPS	6,200	5,900	5,325	10,820	13,389
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(8.8)	28.0	12.0	2.5	28.0
영업이익증가율	97.8	(15.1)	7.4	77.0	(17.7)
순이익증가율	90.9	3.4	(41.5)	140.2	(24.9)
EPS증가율	90.9	3.4	(41.5)	140.2	(24.9)
EBITDA증가율	74.5	(12.4)	16.9	70.0	(14.2)
수익성(%)					
영업이익률	9.9	6.6	6.3	10.9	7.0
순이익률	7.4	6.0	3.1	7.3	4.3
EBITDA Margin	11.7	8.0	8.3	13.8	9.3
ROA	9.7	8.6	4.7	10.4	7.4
ROE	20.5	18.8	10.4	22.1	14.2
배당수익률	7.3	5.0	4.6	9.3	11.5
배당성향	59.9	55.1	85.0	71.9	118.6
안정성					
순차입금(십억원)	547	2,629	2,810	1,089	1,766
차입금/자본총계비율(%)	74.5	70.9	70.3	56.9	48.0
Valuation(X)					
PER	8.2	10.9	18.6	7.7	10.3
PBR	1.5	2.0	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	5.4	9.7	8.4	4.4	5.4

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
S-Oil(010950)	2016.07.25	매수	100,000원	-19.8	-13.0
	2017.01.11	매수	123,000원	-22.9	-10.6
	2017.07.26	매수	142,000원	-15.0	-7.0
	2018.02.27	매수	160,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 27일 현재 S-Oil 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 S-Oil 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.