



△ 정유/화학  
Analyst 노우호  
02. 6098-6668  
wooho.rho@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	165,000 원
현재주가 (7.26)	116,500 원
상승여력	41.6%
KOSPI	2,289.06pt
시가총액	131,159억원
발행주식수	11,258만주
유동주식비율	36.55%
외국인비중	76.63%
52주 최고/최저가	132,000원/102,000원
평균거래대금	313.0억원
주요주주(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 12	63.45
국민연금	6.07
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	1.3 0.9 1.7
상대주가	4.0 13.5 8.2

### 주가그래프



# S-Oil 010950

## 반등을 위한 예열 중

- ✓ 2Q18 영업이익 4,026억원을 기록하며 시장 예상치에 부합 : 정유 3,052억원, 화학 165억원, 윤활기유 809억원
- ✓ 바닥을 통과한 정유업: (1) 북미 설비 가동률 Peak-out, (2) 중국 티팟 영향력 감소
- ✓ 2H18 신규 설비 본격 가동에 따른 이익 모멘텀 부각
- ✓ 하반기 정유업종 반등을 염두하여 투자의견 Buy, 적정주가 16.5만원 제시

### 2Q18 영업이익 4,026 억원 기록: 석유화학 부진

2Q18 영업이익은 4,026억원(+58% QoQ)을 기록하며 시장 예상치에 부합했다. (1) 유가 상승에 따른 재고평가이익 1,700억원, (2) 환이익 250억원이 발생하며 전분기 대비 개선되었다. 사업부별 분기 이익 흐름은 정유 개선, 석유화학과 윤활기유는 하락했다. 정유는 OSP 프리미엄 지속과 정제마진 부진에도 불구하고, 재고평가이익 1,450억원이 반영되며 3,052억원을 기록했다. 석유화학 이익은 165억원으로 부진했다. 이는 (1) P-X 정기보수와 설비 트러블에 따른 기회손실 발생, (2) 기타 비용이 발생한 점으로 추정된다. 윤활기유는 유가 상승 및 역내 공급량 증가로 마진이 축소되어 영업이익 809억원을 기록했다.

### 정유업황 반등: (1) 북미 설비 가동률 Peak-out, (2) 티팟 영향력 감소

부진했던 정제마진이 7월 현재 6.2달러/배럴까지 회복하며 정유업황은 반등 중이다. 정유업종 비중확대의 근거는 (1) 북미 정제설비 가동률 Peak-out으로 휘발유 공급 부담감 감소, (2) 중국 티팟 설비 파산신청을 계기로 역내 타이트한 수급까지 예상된다.

### 2H18 RUC&ODC 가동으로 차별화된 모멘텀 보유

상반기 RUC&ODC 프로젝트 기계적 완공 이후, 설비별 순차적으로 시운전에 돌입했다. 타이트한 글로벌 정유 수급을 기반으로 동사는 신규 설비 가동으로 4,800억 원의 이익이 추가로 발생, 경쟁사 대비 이익 모멘텀이 부각되겠다. 또한 2020년 IMO 해사기구의 선박엔진 B-C 규제(350ppm→50ppm) 시행이 예정된 가운데, 동사는 고도화 비율이 40%로 증가, 규제에서 자유롭다. 동사에 대해 정유업 최선호주로 제시, 적정주가는 16.5만원(PER 13배)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	24,067.0	1,696.5	1,252.2	12,102	11.3	59,703	9.5	1.9	6.1	20.0	145.1
2019E	25,820.1	2,092.1	1,716.8	15,068	24.5	67,685	7.6	1.7	4.8	23.1	137.4
2020E	26,165.1	2,254.9	1,801.4	15,819	5.0	76,393	7.2	1.5	4.3	21.4	123.5

표1 S-Oil 2Q18 실적 Review

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	6,003.1	4,665.0	28.7	5,410.9	10.9	5,887.2	2.0%	5,763.6	4.2%
영업이익	402.6	117.3	243.3	254.5	58.2	411.0	-2.0%	397.7	1.2%
순이익	163.2	66.9	144.0	188.7	-13.5	298.0	-45.2%	293.0	-44.3%

자료: S-Oil, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표2 S-Oil 사업부문별 실적추정치

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>5,200.2</b>	<b>4,665.0</b>	<b>5,211.8</b>	<b>5,814.4</b>	<b>5,410.9</b>	<b>6,003.1</b>	<b>6,214.7</b>	<b>6,438.3</b>	<b>20,891.4</b>	<b>24,067.0</b>	<b>25,820.0</b>
정유	4,044.0	3,698.6	4,107.4	4,562.4	4,341.3	4,754.1	4,910.3	4,993.1	16,412.4	18,998.8	18,802.0
석유화학	771.4	560.6	699.5	832.6	690.2	829.3	829.3	985.9	2,864.1	3,334.8	5,110.4
윤활기유	384.7	405.8	405.0	419.4	379.5	419.7	475.1	459.2	1,614.9	1,733.5	1,907.6
<b>영업이익</b>	<b>333.5</b>	<b>117.3</b>	<b>553.2</b>	<b>369.3</b>	<b>254.5</b>	<b>402.6</b>	<b>498.1</b>	<b>541.2</b>	<b>1,373.3</b>	<b>1,696.5</b>	<b>2,092.1</b>
%OP	6.4%	2.5%	10.6%	6.4%	4.7%	6.7%	8.0%	8.4%	6.6%	7.0%	8.1%
정유	100.2	-84.9	336.4	266.1	90.4	305.2	328.8	312.4	684.0	1,036.8	776.6
석유화학	139.6	72.8	90.5	22.9	81.0	16.5	67.2	144.8	341.4	309.5	936.6
윤활기유	84.1	129.4	126.3	80.4	84.1	80.9	102.1	83.9	427.6	351.0	378.8
<b>세전이익</b>	<b>519.9</b>	<b>71.1</b>	<b>527.0</b>	<b>526.9</b>	<b>258.2</b>	<b>214.5</b>	<b>491.1</b>	<b>709.2</b>	<b>1,644.9</b>	<b>1,673.0</b>	<b>2,289.1</b>
<b>순이익(지배)</b>	<b>393.9</b>	<b>66.9</b>	<b>398.7</b>	<b>386.9</b>	<b>188.7</b>	<b>163.2</b>	<b>368.4</b>	<b>531.9</b>	<b>1,246.5</b>	<b>1,252.2</b>	<b>1,716.8</b>
% YoY											
매출액	51.7%	11.1%	26.0%	27.6%	4.1%	28.7%	19.2%	10.7%	28.0%	15.2%	7.3%
영업이익	-32.2%	-81.7%	376.1%	0.4%	-23.7%	243.3%	-10.0%	46.5%	-15.1%	23.5%	23.3%
세전이익	-8.9%	-87.9%	132.1%	174.1%	-50.3%	201.7%	-6.8%	34.6%	4.4%	1.7%	36.8%
순이익(지배)	-9.1%	-84.9%	132.1%	147.0%	-52.1%	144.0%	-7.6%	37.5%	3.4%	0.5%	37.1%
% QoQ											
매출액	14.1%	-10.3%	11.7%	11.6%	-6.9%	10.9%	3.5%	3.6%			
영업이익	-9.4%	-64.8%	371.8%	-33.2%	-31.1%	58.2%	23.7%	8.6%			
세전이익	170.5%	-86.3%	641.1%	0.0%	-51.0%	-16.9%	129.0%	44.4%			
순이익(지배)	151.4%	-83.0%	495.8%	-3.0%	-51.2%	-13.5%	125.7%	44.4%			

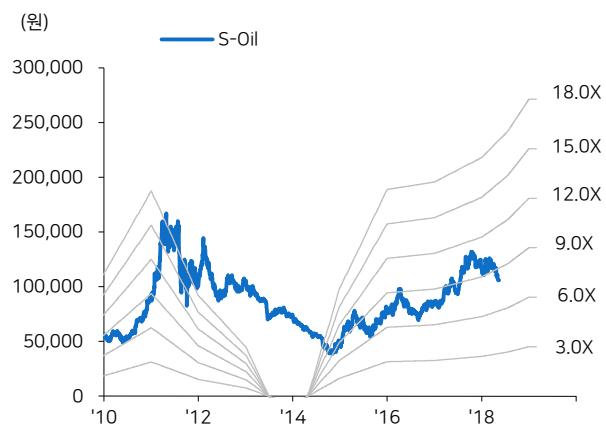
자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

표3 S-Oil 추정치 변경 내역

(십억원)	기존			변경 후			차이(%)		
	3Q18E	2018E	2019E	3Q18E	2018E	2019E	3Q18E	2018E	2019E
매출액	5,909.2	23,076.3	24,813.7	6,214.7	24,067.0	25,820.0	5.2%	4.3%	4.1%
영업이익	486.9	1,582.0	2,325.5	498.1	1,696.5	2,092.1	2.3%	7.2%	-10.0%
세전이익	479.9	1,739.7	2,522.5	491.1	1,673.0	2,289.1	2.3%	-3.8%	-9.3%
순이익	359.9	1,299.8	1,891.9	368.4	1,252.2	1,716.8	2.4%	-3.7%	-9.3%

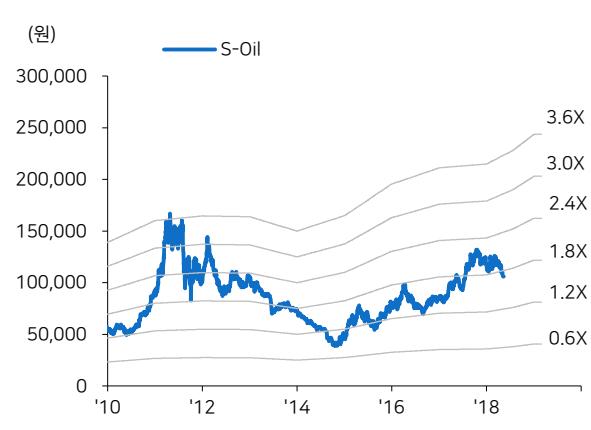
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



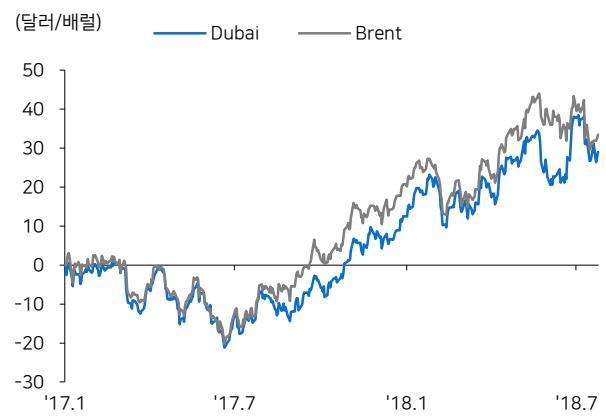
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 12M 12M Trailing PBR 밴드



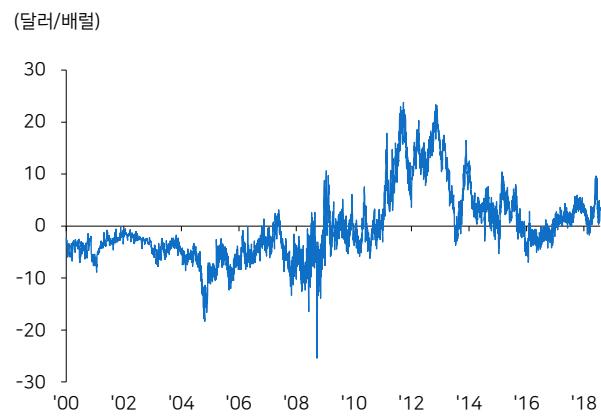
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 17년 이후 유가 변화



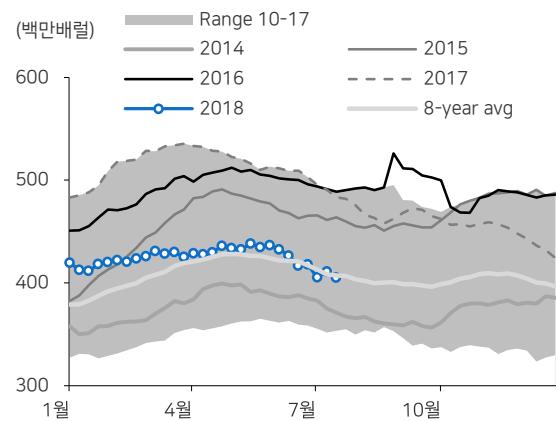
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 Dubai-WTI 스프레드



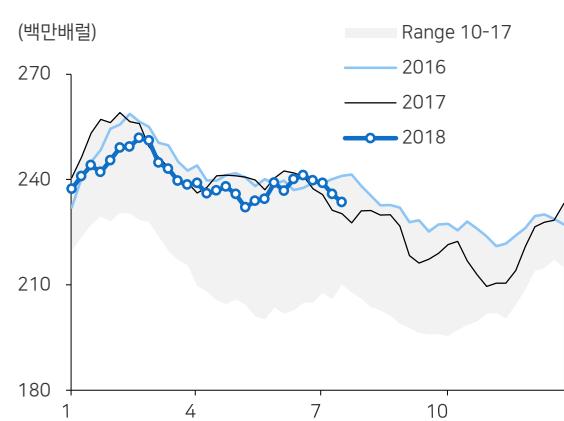
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 북미 원유 재고량 추이



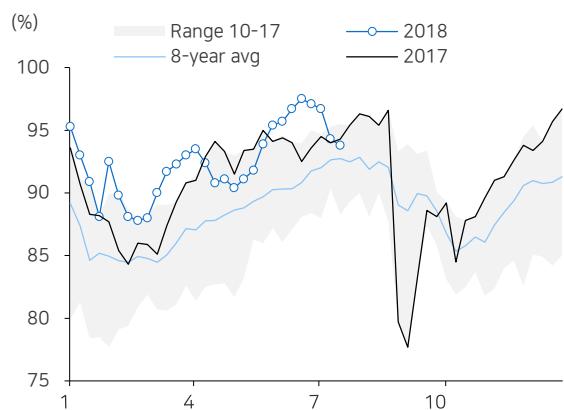
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 북미 휘발유 재고량 현황



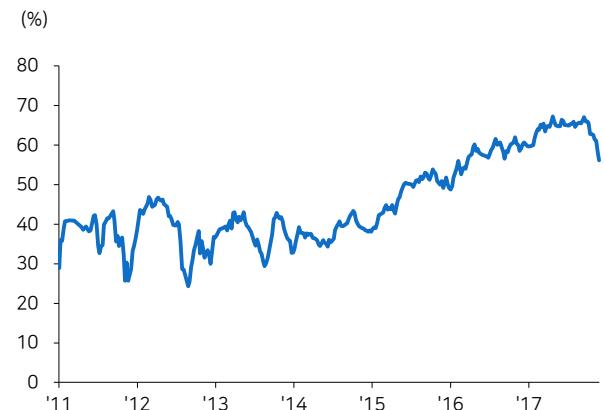
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 북미 정제설비 가동률 현황



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 중국 티팟 가동률 현황



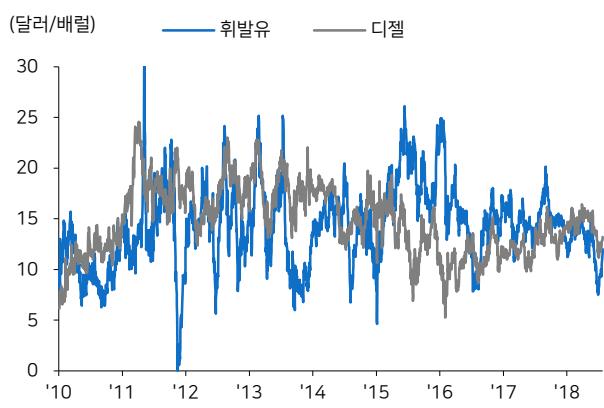
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 복합정제마진 현황



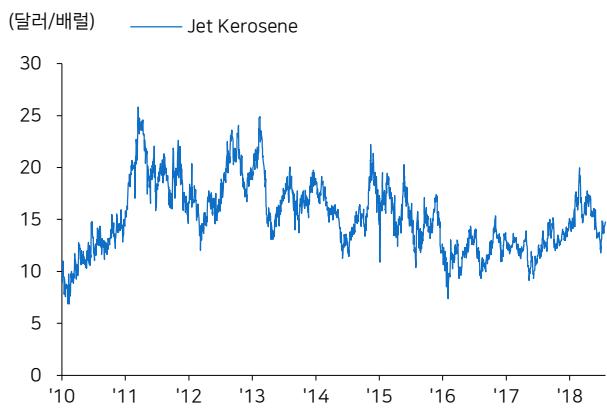
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림10 휘발유 / 디젤 마진



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림11 JET Kerosene 마진



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## S-Oil (010950)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,321.8	20,891.4	24,067.0	25,820.1	26,165.1
매출액증가율 (%)	-8.8	28.0	15.2	7.3	1.3
매출원가	14,020.9	18,783.1	21,939.1	23,320.9	23,497.7
매출총이익	2,301.0	2,108.2	2,127.9	2,499.2	2,667.5
판매관리비	684.1	735.0	431.5	407.1	412.6
영업이익	1,616.9	1,373.3	1,696.5	2,092.1	2,254.9
영업이익률	9.9	6.6	7.0	8.1	8.6
금융손익	-59.8	203.4	184.4	210.0	160.0
증속/관계기업손익	6.7	5.1	8.8	12.0	12.0
기타영업외손익	11.4	63.1	-44.4	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	1,575.1	1,644.9	1,673.0	2,289.1	2,401.9
법인세비용	369.7	398.4	420.8	572.3	600.5
당기순이익	1,205.4	1,246.5	1,252.2	1,716.8	1,801.4
지배주주지분 순이익	1,205.4	1,246.5	1,252.2	1,716.8	1,801.4

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,722.0	1,143.3	714.8	2,859.1	3,033.3
당기순이익(순실)	1,205.4	1,246.5	1,382.9	1,716.8	1,801.4
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	-1,806.7	-114.4	-15.5
투자활동 현금흐름	-1,966.9	-832.2	-1,305.7	-1,233.8	-1,203.2
유형자산의증가(CAPEX)	-1,063.6	-2,414.1	-1,915.9	-1,200.0	-1,200.0
투자자산의감소(증가)	17.4	3.9	-4.6	6.8	10.3
재무활동 현금흐름	811.1	-598.3	1,439.8	-118.1	-678.9
차입금의 증감	1,154.1	91.2	1,495.5	600.3	107.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	566.2	-287.4	848.9	1,507.1	1,151.2
기초현금	201.2	767.4	480.1	1,329.0	2,836.0
기말현금	767.4	480.1	1,329.0	2,836.0	3,987.3

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974.4	6,774.9	7,750.9	9,487.4	10,714.7
현금및현금성자산	767.4	480.1	1,329.0	2,836.0	3,987.3
매출채권	1,154.6	1,538.8	1,667.9	1,730.9	1,751.8
재고자산	2,423.4	2,790.7	3,329.8	3,455.6	3,497.3
비유동자산	5,984.6	8,312.6	9,315.2	9,251.8	9,194.1
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	138.0	143.2	145.0
자산총계	13,959.0	15,087.5	17,066.1	18,739.2	19,908.7
유동부채	4,832.8	4,544.4	5,632.5	5,985.3	5,909.3
매입채무	1,140.7	1,733.3	1,919.3	1,991.9	2,015.9
단기차입금	1,788.6	1,355.4	1,923.1	2,003.1	2,063.1
유동성장기부채	357.3	14.2	58.8	68.8	88.8
비유동부채	2,734.7	3,700.4	4,472.0	4,861.5	5,091.6
사채	1,971.2	2,670.3	3,100.6	3,425.6	3,627.6
장기차입금	592.4	804.4	1,121.5	1,176.5	1,201.5
부채총계	7,567.4	8,244.8	10,104.5	10,846.8	11,000.9
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	5,315.3	6,246.1	7,261.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,391.6	6,842.6	6,961.6	7,892.4	8,907.8

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	144,976	185,565	213,772	229,343	232,408
EPS(지배주주)	10,494	10,870	12,102	15,068	15,819
CFPS	16,875	16,574	26,147	31,495	32,414
EBITDAPS	16,909	14,811	24,959	29,851	31,215
BPS	54,814	58,682	59,703	67,685	76,393
DPS	6,200	5,900	6,200	6,800	6,800
배당수익률(%)	7.3	5.0	5.4	5.9	5.9
(Valuation(Multiple))					
PER	8.1	10.8	9.5	7.6	7.2
PCR	5.0	7.1	4.4	3.6	3.5
PSR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	1.5	2.0	1.9	1.7	1.5
EBITDA	1,903.6	1,667.4	2,809.9	3,360.8	3,514.3
EV/EBITDA	5.4	9.7	6.1	4.8	4.3
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	20.5	18.8	20.0	23.1	21.4
EBITDA 이익률	11.7	8.0	11.7	13.0	13.4
부채비율	118.4	120.5	145.1	137.4	123.5
금융비용부담률	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	28.7	23.6			
매출채권회전율(X)	14.9	15.5	15.0	15.2	15.0
재고자산회전율(X)	8.1	8.0	7.9	7.6	7.5

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 27일 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)

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	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Trading Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
<b>산업</b>	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
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	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 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.09.06	산업분석	Buy	110,000	노우호	-31.2	-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	-28.9	-20.0	
2018.07.27	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-	-	