

2018. 9. 17



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 165,000 원

현재주가 (9.14) 129,000 원

상승여력 27.9%

KOSPI 2,318.25pt

시가총액 145,232억원

발행주식수 11,258만주

유동주식비율 36.55%

외국인비중 77.80%

52주 최고/최저가 132,000원/102,000원

평균거래대금 306.7억원

주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 외 11 63.45

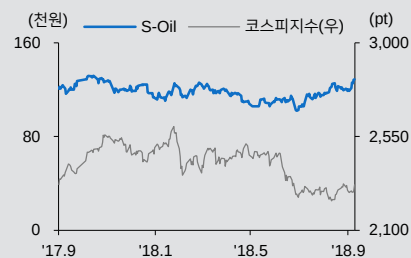
국민연금 6.07

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 6.2 4.9 6.6

상대주가 3.5 12.5 9.3

주가그래프



S-Oil 010950

P-X 강세는 2019년까지 유지될 전망

- ✓ 3Q18 영업이익 3,854억원(-4.3% QoQ)을 추정, 시장 예상치 소폭 상회할 전망
: 정유 1,167억원, 석유화학 1,789억원, 윤활기유 898억원
- ✓ P-X 호황기 도래: 공급 부족으로 P-X 호황기(12~13년)에 근접하는 수익성 발휘
: 1차 변곡점 18.10 역내 설비 신규 가동, 2차 변곡점 19.10 중국 설비 신규 가동
- ✓ 시운전에 돌입한 RUC&ODC 프로젝트→ 19년 어닝 모멘텀 발휘
- ✓ 투자이건 Buy와 적정주가 16.5만원 유지

3Q18 영업이익 3,854 억원 추정: 고도화 설비 이익 기여도 낮아

동사의 3Q18 영업이익은 3,854억원으로 시장 예상치를 소폭 상회할 전망이다. 정유부문은 뚜렷한 정제마진 개선(+33% QoQ)에도 불구하고, 전분기 대비 유가 변동폭 축소에 따른 재고평가이익 감소분으로 이익 1,167억원을 추정한다. 석유화학 이익은 1,789억원으로 전분기 대비 급증할 전망이다. 이는 (1) 정기보수 종료효과(2분기 55% 가동률, 현재 정상가동률 회복), (2) 5년만에 도래한 P-X 호황에 따른 수익성 개선에 기인한다. 윤활기유는 유가 상승에 따른 긍정적 레긴효과로 898억원 이익을 예상한다.

12년 이후 5년만에 도래한 P-X 호황기: 물량이 없어 판매를 못할 지경

18년 현재 P-X 스프레드는 650달러/톤까지 급등하며 2차 호황기를 맞이했다. 현재 수급은 공급 절벽(shortage)으로 표현 가능하다. 18년 신규가동 P-X 설비는 베트남 Ngni Son Petrochem(70만톤), 사우디 PetroRabigh(134만톤)이다. PetroRabigh는 9월말까지 정기보수 돌입, Ngni Son Petrochem은 10% 수준의 저위가동(설비 트러블)으로 개선되는 전방 수요에 대응이 당분간 불가능하다. 또한 중국 Dragon Aromatics(160만톤)의 가동률 회복은 19년으로 예상되는 바, P-X 강세는 19년까지 장기화될 조짐이다. 국내 정유기업 실적 예상치 우상향이 불가피하다.

RUC&ODC 순조로운 시운전 단계: 10월 전후 100% 정상 가동 예상

지난 7월 신규 고도화 설비에서 발생한 일시적 트러블에 따른 우려감 확대는 과도하다. 현재 90% 이상 가동률이 회복, 10월 전후 100% 정상 가동을 달성이 예상된다. 이를 반영한 19년 연간 이익 2.0조원(+44% YoY)을 추정한다. 18~19년 어닝 모멘텀이 확실한 바, 정유업 최선호주 및 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
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	24,430.5	1,452.2	1,068.9	9,313	-14.3	58,476	13.9	2.2	8.3	15.6	154.0
2019E	26,269.3	2,097.2	1,720.7	15,102	62.2	67,940	8.5	1.9	5.3	23.3	140.6
2020E	26,183.1	2,265.1	1,809.1	15,887	5.2	78,162	8.1	1.7	4.7	21.2	123.4

표1 S-Oil 3Q18 실적 추정 비교

(십억원)	3Q18E	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,323.4	5,211.8	21.3%	6,003.1	5.3%	6,283.0	0.6%
영업이익	385.4	553.2	-30.3%	402.6	-4.3%	346.4	11.3%
지배순이익	283.8	398.7	-28.8%	163.2	73.9%	274.4	3.4%

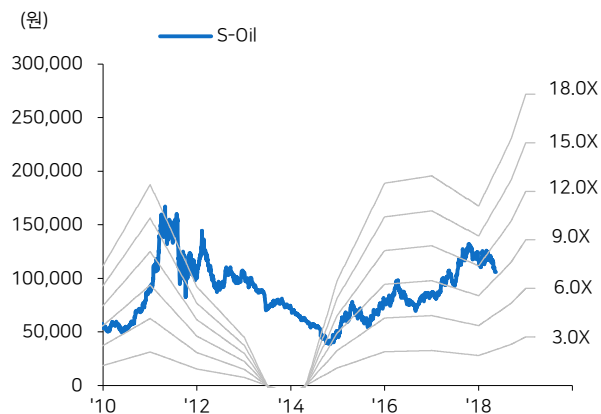
자료: Fnguide, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 S-Oil 사업부문별 실적추정치

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	5,200.2	4,665.0	5,211.8	5,814.4	5,410.9	6,003.1	6,323.4	6,693.1	20,891.4	24,430.5	26,269.3
정유	4,044.0	3,698.6	4,107.4	4,562.4	4,341.3	4,754.1	4,904.4	5,160.0	16,412.4	19,159.8	19,050.8
석유화학	771.4	560.6	699.5	832.6	690.2	829.3	963.0	1,069.6	2,864.1	3,552.1	5,293.1
운할기유	384.7	405.8	405.0	419.4	379.5	419.7	455.9	463.5	1,614.9	1,718.6	1,925.4
영업이익	333.5	117.3	553.2	369.3	254.5	402.6	385.4	409.6	1,373.3	1,452.2	2,097.2
%OP	6.4%	2.5%	10.6%	6.4%	4.7%	6.7%	6.1%	6.1%	6.6%	5.9%	8.0%
정유	100.2	-84.9	336.4	266.1	90.4	305.2	116.7	139.3	684.0	651.7	722.5
석유화학	139.6	72.8	90.5	22.9	81.0	16.5	178.9	184.0	341.4	460.4	985.9
운할기유	84.1	129.4	126.3	80.4	84.1	80.9	89.8	86.3	427.6	341.0	388.8
세전이익	519.9	71.1	527.0	526.9	258.2	214.5	378.4	577.6	1,644.9	1,428.7	2,294.2
순이익(지배)	393.9	66.9	398.7	386.9	188.7	163.2	283.8	433.2	1,246.5	1,068.9	1,720.7
% YoY											
매출액	51.7%	11.1%	26.0%	27.6%	4.1%	28.7%	21.3%	15.1%	28.0%	16.9%	7.5%
영업이익	-32.2%	-81.7%	376.1%	0.4%	-23.7%	243.2%	-30.3%	10.9%	-15.1%	5.7%	44.4%
세전이익	-8.9%	-87.9%	132.1%	174.1%	-50.3%	201.7%	-28.2%	9.6%	4.4%	-13.1%	60.6%
순이익(지배)	-9.1%	-84.9%	132.1%	147.0%	-52.1%	143.9%	-28.8%	12.0%	3.4%	-14.2%	61.0%
% QoQ											
매출액	14.1%	-10.3%	11.7%	11.6%	-6.9%	10.9%	5.3%	5.8%			
영업이익	-9.4%	-64.8%	371.8%	-33.2%	-31.1%	58.2%	-4.3%	6.3%			
세전이익	170.5%	-86.3%	641.1%	0.0%	-51.0%	-16.9%	76.4%	52.6%			
순이익(지배)	151.4%	-83.0%	495.8%	-3.0%	-51.2%	-13.5%	73.9%	52.6%			

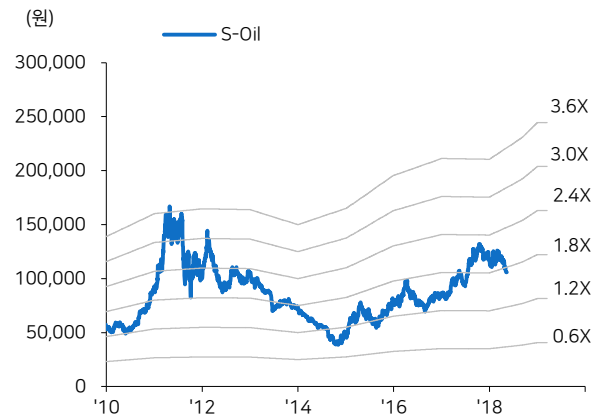
자료: S-Oil, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd PER 밴드 차트



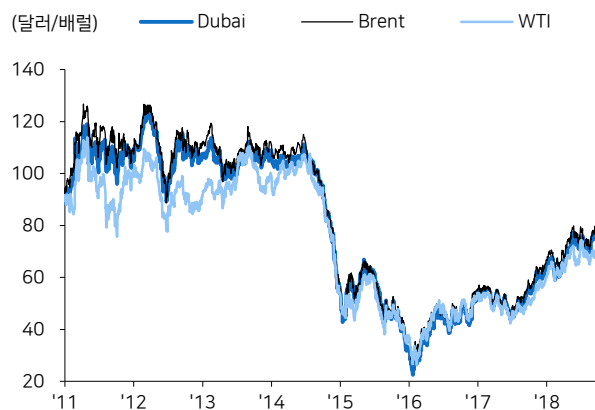
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드 차트



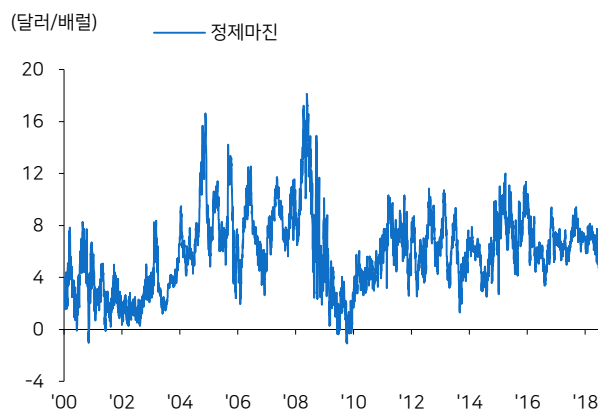
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 국제유가 흐름



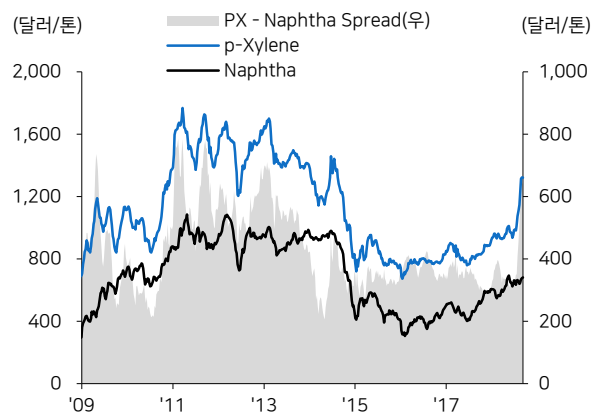
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 정제마진 흐름



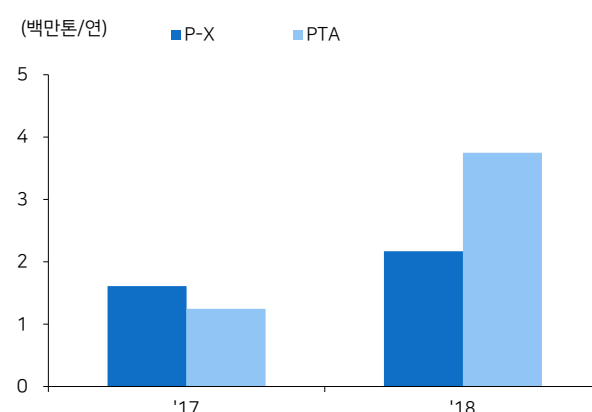
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 P-X 스프레드 동향



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 아시아 지역 화섬체인 생산능력 비교



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

S-Oil (010950)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,321.8	20,891.4	24,430.5	26,269.3	26,183.1
매출액증가율 (%)	-8.8	28.0	16.9	7.5	-0.3
매출원가	14,020.9	18,783.1	22,483.7	23,757.9	23,505.1
매출총이익	2,301.0	2,108.2	1,946.9	2,511.4	2,678.0
판매관리비	684.1	735.0	494.7	414.2	412.9
영업이익	1,616.9	1,373.3	1,452.2	2,097.2	2,265.1
영업이익률	9.9	6.6	5.9	8.0	8.7
금융손익	-59.8	203.4	90.4	210.0	160.0
종속/관계기업손익	6.7	5.1	8.8	12.0	12.0
기타영업외손익	11.4	63.1	-122.6	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	1,575.1	1,644.9	1,428.7	2,294.2	2,412.1
법인세비용	369.7	398.4	359.8	573.6	603.0
당기순이익	1,205.4	1,246.5	1,068.9	1,720.7	1,809.1
지배주주지분 순이익	1,205.4	1,246.5	1,068.9	1,720.7	1,809.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,722.0	1,143.3	932.7	3,057.5	3,143.7
당기순이익(손실)	1,205.4	1,246.5	1,068.9	1,720.7	1,809.1
유형자산상각비	278.4	285.4	873.1	1,354.4	1,342.1
무형자산상각비	8.3	8.8	8.1	7.5	7.0
운전자본의 증감	-188.2	-236.3	-1,013.1	-13.1	-2.5
투자활동 현금흐름	-1,966.9	-832.2	-730.3	-1,392.5	-1,188.9
유형자산의증가(CAPEX)	-1,063.6	-2,414.1	-2,049.3	-1,400.0	-1,200.0
투자자산의감소(증가)	17.4	3.9	-10.0	10.7	11.8
재무활동 현금흐름	811.1	-598.3	997.8	-17.1	-510.1
차입금의 증감	1,154.1	91.2	1,741.8	600.1	107.0
자본의 증가	0.0	0.0	-952.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	566.2	-287.4	1,200.3	1,647.9	1,444.7
기초현금	201.2	767.4	480.1	1,680.3	3,328.3
기말현금	767.4	480.1	1,680.3	3,328.3	4,773.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974.4	6,774.9	7,776.6	9,477.0	10,931.6
현금및현금성자산	767.4	480.1	1,680.3	3,328.3	4,773.0
매출채권	1,154.6	1,538.8	1,626.7	1,641.7	1,644.5
재고자산	2,423.4	2,790.7	3,695.2	3,729.4	3,735.8
비유동자산	5,984.6	8,312.6	9,541.4	9,580.8	9,432.0
유형자산	5,710.8	7,968.7	9,178.4	9,224.0	9,081.9
무형자산	54.5	105.2	99.3	91.8	84.8
투자자산	123.4	124.6	143.5	144.8	145.1
자산총계	13,959.0	15,087.5	17,318.1	19,057.8	20,363.6
유동부채	4,832.8	4,544.4	6,427.3	6,681.1	6,567.5
매입채무	1,140.7	1,733.3	1,995.3	2,013.7	2,017.2
단기차입금	1,788.6	1,355.4	2,427.2	2,507.2	2,567.2
유동성장기부채	357.3	14.2	255.4	265.4	285.4
비유동부채	2,734.7	3,700.4	4,072.2	4,454.6	4,682.0
사채	1,971.2	2,670.3	2,770.9	3,095.9	3,297.9
장기차입금	592.4	804.4	1,041.4	1,096.4	1,121.4
부채총계	7,567.4	8,244.8	10,499.5	11,135.7	11,249.5
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	379.2	379.2	379.2
기타포괄이익누계액	25.0	23.4	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	4,745.4	5,198.1	6,149.8	7,253.3	8,445.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,391.6	6,842.6	6,818.6	7,922.1	9,114.1

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	144,976	185,565	217,001	233,333	232,568
EPS(지배주주)	10,494	10,870	9,313	15,102	15,887
CFPS	16,875	16,574	22,039	32,369	33,302
EBITDAPS	16,909	14,811	20,725	30,726	32,103
BPS	54,814	58,682	58,476	67,940	78,162
DPS	6,200	5,900	5,300	5,300	5,300
배당수익률(%)	7.3	5.0	4.1	4.1	4.1
Valuation(Multiple)					
PER	8.1	10.8	13.9	8.5	8.1
PCR	5.0	7.1	5.9	4.0	3.9
PSR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR	1.5	2.0	2.2	1.9	1.7
EBITDA	1,903.6	1,667.4	2,333.3	3,459.2	3,614.2
EV/EBITDA	5.4	9.7	8.3	5.3	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.5	18.8	15.6	23.3	21.2
EBITDA 이익률	11.7	8.0	9.6	13.2	13.8
부채비율	118.4	120.5	154.0	140.6	123.4
금융비용부담률	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	28.7	23.6			
매출채권회전율(x)	14.9	15.5	15.4	16.1	15.9
재고자산회전율(x)	8.1	8.0	7.5	7.1	7.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 9월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 9월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 9월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

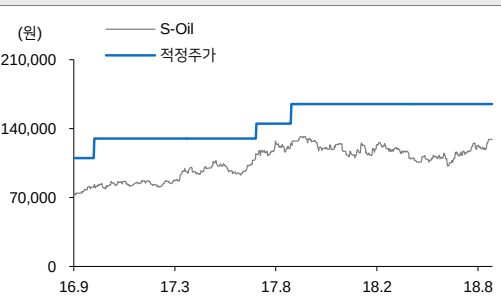
투자 의견 비율

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)	
2016.10.11	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	-28.6	-20.0	
2018.09.17	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-	-	