

정유

비중확대

종목	투자의견	목표주가
SK이노베이션	매수	260,000원
S-Oil	매수	123,000원
GS	매수	94,000원

저가 매수 기회

단기 노이즈를 기회로

최근 정제마진 개선이 생각보다 더딘 가운데 유가가 하락하면서 국내 정유주 주가에 부담으로 작용하고 있다. 1) 현재 1개월 후행 기준 정제마진은 전분기와 유사한 수준을 이어가고 있으며 2) 두바이유가 1분기 평균 대비 배럴당 4달러 낮다는 점을 감안해, 올해 정유 3사 추정 영업이익을 7~15% 하향 조정했다. 1개월 후행 기준 정제마진 또한 2분기 배럴당 6.2달러로 기존 추정 대비 27% 하향 조정했다. 또한 2분기 정유 3사 실적 추정에 있어 약 560~940억원의 재고평가손실을 반영했다. 2분기 SK이노베이션과 GS의 영업이익은 전분기 대비 26~28% 감소하고, S-Oil의 경우 전분기 대비 3% 줄어든 것이다. 그러나 원유는 정유사들의 원재료가 때문에, 수요측면에서는 유가가 낮을수록 좋다. 더구나 정유수급의 펀더멘털이 매년 개선되고 있어, 현재 유가 변동으로 발생한 노이즈를 매수 기회로 활용할 것을 권한다.

실적 바닥 다지고 3분기부터 좋아질 것

2분기 현재까지의 분기 평균 spot 정제마진은 전년동기대비 27% 개선됐다. 작년 1분기 이후 세계 석유제품들의 재고가 빠르게 소진되고 있기 때문이다. 세계 주요 지역들의 정제설비 가동률이 모두 사상 최대라는 점을 고려할 때, 이는 매우 긍정적인 신호다. 특히 5~6월 가동률은 이미 정점에 달해 이보다 가동률을 높이는 것은 어려운 상황인데, 여름 드라이빙 시즌에 접어들면서 석유제품 수요가 공급을 상회하기 시작할 것이다. 정제설비 증설은 제한적인 반면, 비(非) OECD 국가들의 석유제품 재고 수준은 낮기 때문에 3분기 spot 정제마진은 배럴당 7달러까지 상승할 전망이다. 최근 유가가 하락하고 미국 석유제품 재고가 늘어남에 따라 정제마진 회복이 예상보다 더디게 이뤄지고 있지만, 향후 정제마진 개선은 시간문제에 불과하다.

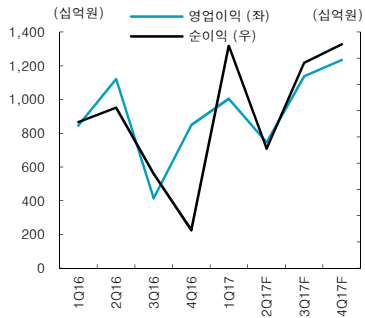
매력적인 배당수익률 + 여전히 유효한 장밋빛 전망

정유 3사에 대한 매수 의견을 유지한다. 2분기 이익 둔화를 오히려 매수 기회로 활용할 것을 권한다. 6~7월 사이 유가가 하향 안정화되면, 정유 3사 실적은 기저효과로 전년동기대비 큰 폭으로 개선될 것이다(SK이노베이션, S-Oil, GS의 하반기 순이익은 전년동기대비 224%, 134%, 71% 증가). 향후 신규설비도 제한적이라 정제마진 upside는 더욱 크다. 또한 SK이노베이션과 S-Oil의 배당성향을 30%와 50%로 가정할 때, 올해 배당수익률은 6%를 상회해 주가는 하방경직성을 확보했다. 높은 배당수익률과 함께 정제마진이 개선되며 하반기 국내 정유주들의 리레이팅이 이뤄질 것이다. 특히 SK이노베이션과 GS의 경우 글로벌 peer 대비 49%, 58% 디스카운트되어 거래되고 있다(ROE-PBR 분석 기준).

이도연 3276-6162
daniel.dy.lee@truefriend.com

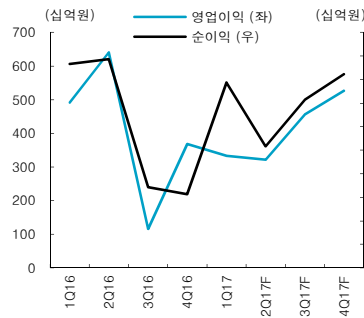
정초혜 3276-6233
chohye.jeong@truefriend.com

[그림 1] SK이노베이션: 분기 영업이익 및 순이익 전망



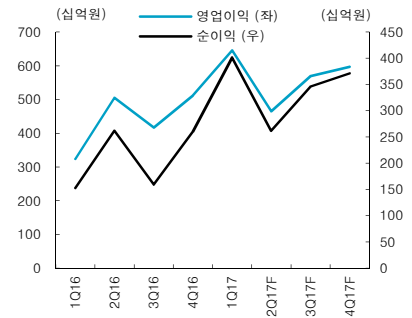
자료: 한국투자증권

[그림 2] S-Oil: 분기 영업이익 및 순이익 전망



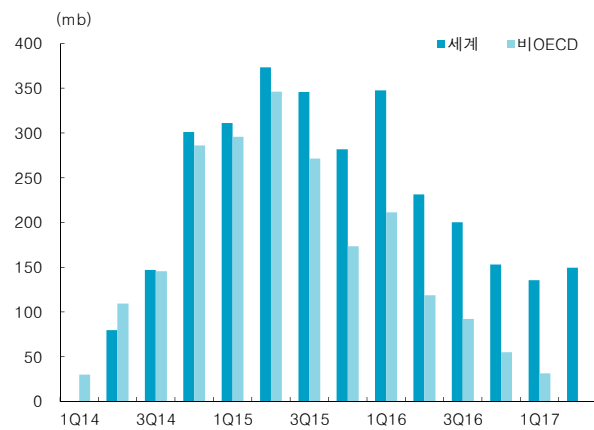
자료: 한국투자증권

[그림 3] GS: 분기 영업이익 및 순이익 전망



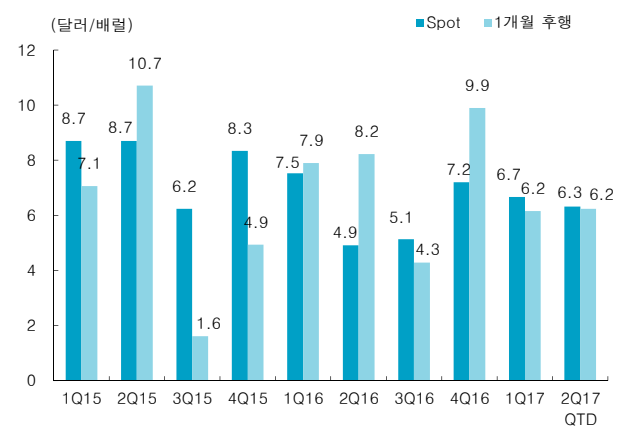
자료: 한국투자증권

[그림 4] 세계 석유제품 재고 - 1Q14이후 누적 변화량



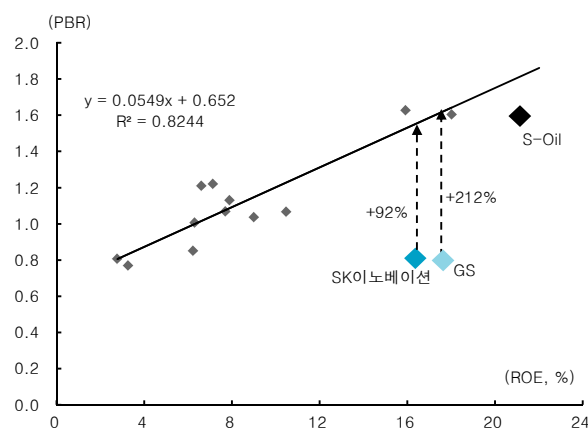
자료: IEA, 한국투자증권

[그림 5] 분기별 spot 및 1개월 후행 정제마진



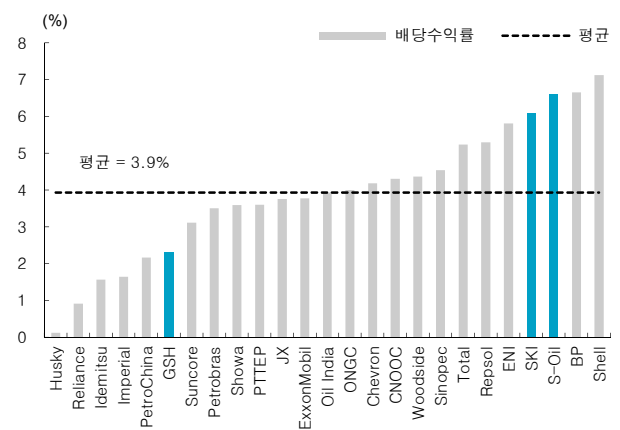
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 6] Global peers: ROE - PBR 분석 (2017F)



자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 7] Global peers: 배당수익률 (2017F)



자료: 블룸버그, 한국투자증권

<표 1> SK이노베이션 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출	9,458	10,280	9,703	10,079	11,387	9,154	9,775	9,840	39,521	40,156	39,996
정유	6,646	7,442	7,025	7,256	8,064	6,029	6,159	6,312	28,370	26,564	25,655
석유화학	1,968	1,945	1,834	1,939	2,333	1,995	2,546	2,435	7,687	9,310	9,879
운할유	622	653	599	661	729	873	798	816	2,536	3,216	3,344
자원개발	222	240	245	222	262	257	272	277	928	1,067	1,119
영업이익	845	1,120	415	849	1,004	746	1,137	1,234	3,228	4,122	4,751
정유	490.5	705	92	652	454	297	616	764	1,939	2,130	3,023
석유화학	224	303	215	176	455	326	387	348	919	1,515	1,223
운할유	132	133	117	86	95	123	135	122	468	475	504
자원개발	(2)	(21)	(9)	(65)	1	0	0	0	(98)	1	1
영업이익률 (%)	8.9	10.9	4.3	8.4	8.8	8.2	11.6	12.5	8.2	10.3	11.9
정유	7.4	9.5	1.3	9.0	5.6	4.9	10.0	12.1	6.8	8.0	11.8
영업이익 컨센서스						867	770	849		3,329	3,236
영업이익 - 컨센서스 대비 차이 (%)						(13.9)	47.6	45.4		23.8	46.8
순이익 컨센서스						569	536	520		2,283	2,181
순이익 - 컨센서스 대비 차이 (%)						(19.9)	45.9	64.0		28.6	49.9
KIS 추정 영업이익 변화 (%)						(31.8)	4.1	1.1		(6.6)	(0.5)

자료: 블룸버그, 한국투자증권

<표 2> S-OE 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	3,428	4,198	4,138	4,557	5,200	5,304	5,386	5,433	16,322	21,322	21,941
정유	2,467	3,215	3,187	3,595	4,044	4,128	4,219	4,290	12,464	16,681	17,327
운할기유	325	346	322	321	385	522	499	507	1,314	1,914	2,051
석유화학	636	637	629	642	771	653	667	635	2,544	2,727	2,564
영업이익	492	641	116	368.0	333	322	457	526	1,617	1,638	2,268
정유	220	373	(123)	229.3	110	83	196	287	699	676	1,263
운할기유	127	128	97	59.0	84	121	132	120	412	457	494
석유화학	144	140	142	79.7	140	117	129	120	506	505	511
영업이익률 (%)	14.3	15.3	2.8	8.1	6.4	6.1	8.5	9.7	9.9	7.7	10.3
정유	8.9	11.6	(3.9)	6.4	2.7	2.0	4.6	6.7	5.6	4.1	7.3
영업이익 컨센서스						401	408	440		1,506	1,771
영업이익 - 컨센서스 대비 차이 (%)						(19.8)	11.9	19.5		8.8	28.1
순이익 컨센서스						297	299	279		1,195	1,329
순이익 - 컨센서스 대비 차이 (%)						(12.9)	19.5	47.6		18.8	36.8
KIS 추정 영업이익 변화 (%)						(36.3)	(5.8)	(12.8)		(14.6)	1.4

자료: 블룸버그, 한국투자증권

<표 3> GS칼텍스 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출	5,491	6,175	6,606	7,492	7,276	7,686	7,878	7,954	25,763	30,793	32,338
정유	4,007	4,739	5,204	5,950	5,634	6,086	6,257	6,391	19,901	24,368	25,924
운할기유	232	290	257	263	279	379	359	366	1,042	1,382	1,491
석유화학	1,245	1,139	1,137	1,279	1,363	1,220	1,262	1,196	4,801	5,042	4,924
영업이익	316	766	327	724	585	433	597	697	2,133	2,312	2,910
정유	99	568	125	585	380	238	396	524	1,376	1,538	2,199
운할기유	64	72	66	39	46	61	67	61	242	234	249
석유화학	153	126	135	107	159	134	134	112	521	540	462
영업이익률 (%)	5.8	12.4	5.0	9.7	8.0	5.6	7.6	8.8	8.3	7.5	9.0
정유	2.5	12.0	2.4	9.8	6.7	3.9	6.3	8.2	6.9	6.3	8.5

자료: 한국투자증권

<표 4> GS 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	3,093	3,349	3,343	3,707	3,918	3,796	4,088	4,218	13,492	16,020	17,353
영업이익	324	505	416	511	646	465	569	597	1,757	2,276	2,430
영업이익률 (%)	10.5	15.1	12.4	13.8	16.5	12.2	13.9	14.1	13.0	14.2	14.0
순이익	152	262	159	260	401	262	346	371	833	1,379	1,581
영업이익 컨센서스					520	529	539		1,955	2,032	
영업이익 - 컨센서스 대비 차이 (%)					(10.7)	7.7	10.8		16.4	19.6	
순이익 컨센서스					245	237	194		941	978	
순이익 - 컨센서스 대비 차이 (%)					6.9	46.2	91.2		46.5	61.7	
KIS 추정 영업이익 변화 (%)					(23.1)	(6.6)	(12.0)		(10.3)	(4.7)	

자료: 블룸버그, 한국투자증권

<표 5> 등중업체 밸류에이션

국내	시가총액 (백만달러)	PE (x)			EPS Growth (%)			PB (x)			ROE (%)			배당수익률(%)		
		2015	2016	2017 F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F
SK이노베이션	12,920	14.9	8.2	5.0	NM	105.1	75.9	0.8	0.8	0.8	5.3	10.1	16.7	3.7	4.4	6.1
S-Oil	9,649	14.6	8.2	7.9	NM	90.9	17.7	1.7	1.5	1.6	12.3	20.5	21.1	3.0	7.3	6.6
GS	5,805	9.8	6.4	4.8	NM	63.7	71.2	0.8	0.7	0.8	8.1	12.1	18.2	3.0	3.0	2.3
평균		13.1	7.6	5.9	NM	86.6	55.0	1.1	1.0	1.1	8.5	14.2	18.6	3.2	4.9	5.0
해외																
Exxon Mobil	342,837	20.2	38.2	21.0	(49.3)	(51.2)	104.6	1.9	2.2	2.0	9.4	4.6	9.4	3.7	3.6	3.7
Petrochina	197,974	22.4	129.3	20.2	(67.8)	(78.9)	450.0	0.7	0.8	0.7	3.0	0.7	3.2	2.1	0.8	2.2
BP	116,858	NA	1031.3	17.7	NM	NM	5408.2	1.0	1.3	1.2	(6.2)	0.1	6.6	7.7	6.8	6.7
Sinopec	107,439	14.6	12.8	12.7	(32.4)	43.1	15.3	0.7	0.8	0.9	5.1	6.7	7.7	3.8	3.2	4.6
Petrobras	53,207	NA	NA	9.4	NM	NM	NM	0.3	0.8	0.6	(12.4)	(5.9)	6.4	0.0	0.0	3.3
CNOOC	49,764	15.0	NA	13.8	(66.7)	(97.8)	5400.0	0.8	1.0	0.9	5.3	0.2	6.2	6.1	3.2	4.1
Reliance	67,265	10.3	11.1	14.0	4.7	17.1	1.6	1.1	1.3	1.5	11.3	12.0	11.2	1.2	0.8	0.9
ONGC	33,858	14.3	13.0	10.4	(30.8)	(23.0)	47.6	1.5	1.0	1.1	10.4	7.7	10.5	3.1	2.8	3.8
Repsol	25,039	NA	13.8	10.9	NM	NM	18.1	0.5	0.6	0.7	(5.0)	5.8	6.5	NA	5.0	5.4
PTTEP	10,172	NA	37.9	13.7	NM	NM	130.3	0.6	1.0	0.9	(8.7)	2.9	6.2	5.2	2.2	3.3
Thai Oil	4,628	11.1	6.9	9.7	NM	74.2	(23.4)	1.5	1.4	1.4	13.9	21.3	14.5	4.1	5.1	4.5
Tonen	15,127	NA	NA	8.3	NM	NM	NM	0.6	0.7	0.7	(13.6)	(16.2)	10.3	3.7	3.4	2.9
IRPC	3,030	9.3	10.0	10.0	NM	4.3	5.6	1.2	1.2	1.2	13.1	12.4	12.6	5.1	3.9	4.0
평균		14.7	130.4	13.2	(40.4)	(14.0)	1050.7	0.9	1.1	1.1	2.0	4.0	8.5	3.8	3.2	3.8

주: 2017년 6월 8일 종가 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 6> 커버리지 valuation

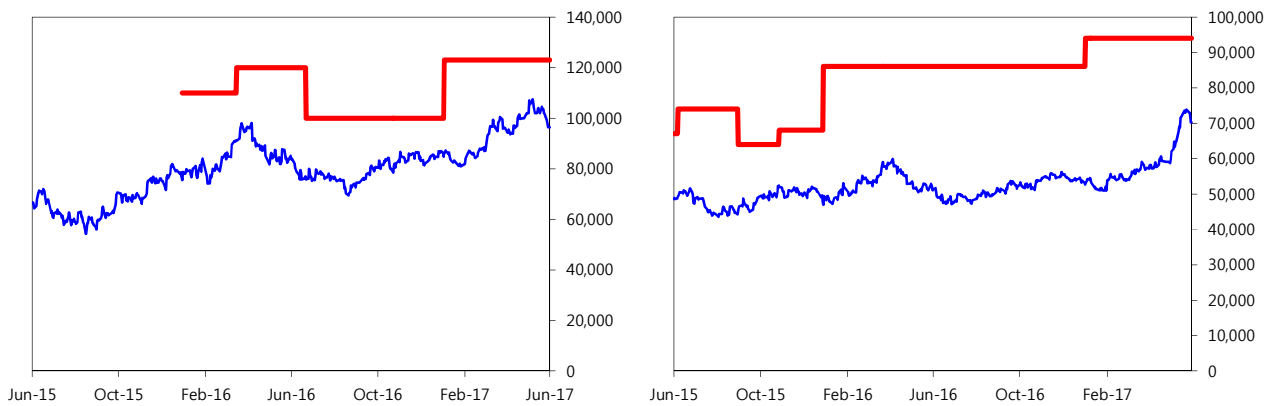
종목	투자조건 및 목표주가				실적 및 Valuation										
	매수	2015A	2016A	2017F	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)	
SK이노베이션 (096770)	투자조건	매수	2015A		48,356	1,980	815	8,744	171,008	14.9	0.8	5.3	5.6	3.7	
	목표주가(원)	260,000	2016A		39,521	3,228	1,671	17,934	183,956	8.2	0.8	10.1	3.8	4.4	
	현재가 (6/8, 원)	157,000	2017F		40,156	4,122	2,936	31,552	195,025	5.0	0.8	16.7	3.0	6.1	
	시가총액(십억원)	14,517	2018F		39,996	4,751	3,269	35,130	220,416	4.5	0.7	16.9	2.2	6.8	
			2019F		40,207	5,515	3,878	41,697	251,252	3.8	0.6	17.7	1.5	8.0	
S-Oil (010950)	투자조건	매수	2015A		17,890	818	631	5,422	46,240	14.6	1.7	12.3	9.2	3.0	
	목표주가(원)	123,000	2016A		16,322	1,617	1,205	10,353	54,830	8.2	1.5	20.5	5.4	7.3	
	현재가 (6/8, 원)	96,300	2017F		21,322	1,638	1,420	12,190	60,820	7.9	1.6	21.1	6.7	6.6	
	시가총액(십억원)	10,841	2018F		21,941	2,268	1,817	15,597	70,106	6.2	1.4	23.8	4.7	8.4	
			2019F		22,043	2,758	2,201	18,888	80,921	5.1	1.2	25.0	3.3	10.1	
GS (078930)	투자조건	매수	2015A		12,180	1,604	492	5,197	66,752	9.8	0.8	8.1	8.9	3.0	
	목표주가(원)	94,000	2016A		13,462	1,754	806	8,509	73,546	6.4	0.7	12.1	8.4	3.0	
	현재가 (6/8, 원)	70,200	2017F		16,020	2,276	1,379	14,569	86,512	4.8	0.8	18.2	5.2	2.3	
	시가총액(십억원)	6,522	2018F		17,353	2,430	1,581	16,701	101,610	4.2	0.7	17.8	4.5	2.3	
			2019F		17,693	2,711	1,838	19,407	119,413	3.6	0.6	17.6	3.6	2.3	

자료: 각 사, 한국투자증권

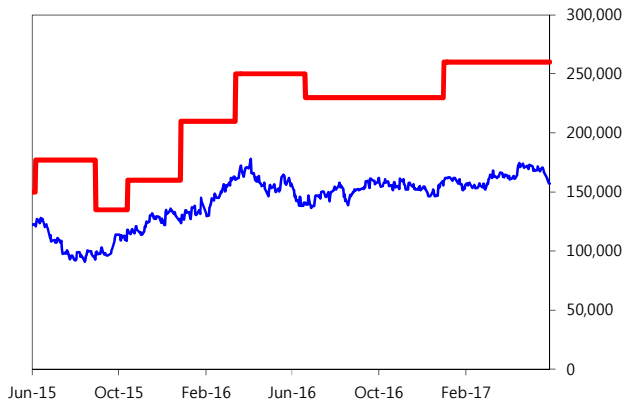
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
S-Oil(010950)	2015.06.16	중립	-	SK 이노베이션(096770)	2017.01.11	매수	94,000 원
	2016.01.07	매수	110,000 원		2015.06.16	매수	177,000 원
	2016.03.24	매수	120,000 원		2015.09.09	매수	135,000 원
	2016.06.30	매수	100,000 원		2015.10.24	매수	160,000 원
	2017.01.11	매수	123,000 원		2016.01.07	매수	210,000 원
GS(078930)	2015.06.16	매수	74,000 원	2016.03.24	매수	250,000 원	
	2015.09.09	매수	64,000 원	2016.06.30	매수	230,000 원	
	2015.11.06	매수	68,000 원	2017.01.11	매수	260,000 원	
	2016.01.07	매수	86,000 원				

S-Oil(010950) GS(078930)



SK이노베이션(096770)



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 6월 9일 현재 S-Oil,GS,SK이노베이션 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,SK이노베이션 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 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 기재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.