

S-Oil (010950)

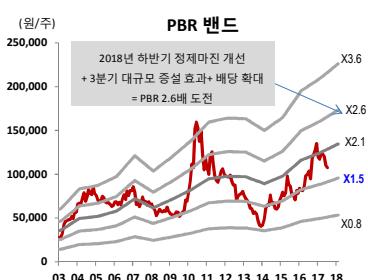

정유
황규원


02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자의견	Strong Buy
목표주가	190,000원
현재주가 (6/4)	110,000원
상승여력	73%

시가총액	127,590억원
총발행주식수	116,604,719주
60일 평균 거래대금	265억원
60일 평균 거래량	233,567주
52주 고	132,000원
52주 저	92,900원
외인지분율	76.40%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 13 인 63.46%



드디어, 수확의 계절이 시작된다!

S-Oil(주) 2018년 하반기 연이은 주가 모멘텀, 목표주가 19만원 & Strong Buy

2016 ~ 2020년 동안 이어지는 아시아 정유업황 상승 사이클과 발빠른 대형 투자로 인해, 국내 다른 정유사에 비해 S-Oil(주) 기업가치 상승 속도가 빠를 것이다. 목표주가 19만원(= 기존사업 가치 14만원 + 증설사업 가치 5만원)과 Strong Buy 의견을 유지한다. 특히, 2018년 하반기부터 연이은 모멘텀(2분기 실적 강세, 3분기 석화설비 가동효과, 4분기 배당성장, 2019년 IMO 위험 해소)은 주가 재평가의 계기가 될 것이다.

체크1. 2018년 2분기 유가상승으로 실적 회복 빨라...

2018년 2분기 예상 실적은 '매출액 6.1조원, 영업이익 4,542억원, 순이익 3,195억원' 등이다. 영업이익은 전분기 2,545억원과 전년 동기 1,173억원에 비해 각각 78%와 287% 증가하는 수치이다. 부문별 예상 영업이익 규모는 정유 2,627억원(전분기 894억원), 석유화학 830억원(전분기 810억원), 윤활유 1,085억원(841억원) 등이다. 특히, 국제 원유가격이 전분기보다 7\$ 정도 상승하면서 정(+) 래깅효과로 인한 이익 회복 1,900억원과 대규모 정기보수 해소(3월) 판매물량이 증가한 효과가 가장 크게 작용할 것으로 보인다.

체크2. 2018년 6월부터 신규투자 설비 순차적 가동 시작...

2015 ~ 2018년 4월까지 항상 적자를 보이고 있는 중유(Fuel Oil)를 고부가제품인 휘발유, 폴리프로필렌(PP), 프로필렌 옥사이드(PO) 제품으로 전환하기 위한 투자가 진행되었다. 2018년 6월 휘발유 및 프로필렌 생산을 시작으로, 7월 말 또는 8월부터 석유화학제품 판매가 이뤄질 전망이다. 2018년 상반기 생산 제품별 스프레드를 적용하면, 신규 설비에서 얻을 수 있는 연간 영업이익과 EBITDA 규모는 각각 5,803억원과 7,403억원 등이다. S-Oil(주)의 전사 영업이익을 42% 정도 높이는 효과가 있다.

체크3. 2019년부터 IMO의 선박 연료 기준 강화에 따른 수혜 기대

2020년 1월 1일부터, IMO(국제해사기구)는 선박 연료에서 배출되는 가스에 포함된 황함유량 기준을 350ppm에서 50ppm으로 낮추도록 강제하고 있다. 해상선박용 연료로 매일 사용되는 고유황 중유 313만 배럴이 규제 대상이며, 60 ~ 70%는 저유황중유(LSFO)나 해상용경유(MGO)로 연료전환이 일어날 것으로 보인다. 쓸모 없어지는 고유황 중유 마진은 2018년 △7\$에서 △27\$로, 약 △20\$ 정도 약화되는 반면, 해상용 경유(50ppm) 마진은 지금보다 13\$ 정도 개선될 것으로 전망된다. S-Oil(주)은 2018년 대규모 고도화설비 증설로 고유황 중유 판매량을 국내 정유사 가운데 가장 빠르게 '0'으로 바꾼다. 고유황 중유 마진 하락에 따른 실적 충격을 없앤 반면, 오히려 경유 마진 상승으로 1,000억원 규모의 이익 증가 효과를 기대할 수 있다.

Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	61,207	31.2	13.1	58,263	5.1
영업이익	4,542	287.3	78.4	4,077	11.4
세전계속사업이익	4,213	492.5	63.1	3,768	11.8
지배순이익	3,195	377.4	69.3	3,047	4.9
영업이익률 (%)	7.4	+4.9 %pt	+2.7 %pt	7.0	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	5.2	+3.8 %pt	+1.7 %pt	5.2	0

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	163,218	208,914	239,932	296,084
영업이익	16,169	13,733	17,841	20,852
지배순이익	12,054	12,465	12,450	15,115
PER	7.8	9.8	10.1	8.3
PBR	1.5	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	5.2	8.9	7.4	6.7
ROE	20.5	18.8	17.5	19.5

자료: 유안타증권

I. 결론 : 2018년 2분기 서프라이즈, 3분기 증설효과, 4분기 배당증가 등 모멘텀 지속

2018년 상반기, 2가지 우려(신규설비 가동 지연 불안감, 신규증설에 따른 정제마진 둔화)로 주가 약세였지만, …

2018년 하반기, ① 정제마진 개선, ② 대형 정유/석화설비 가동시작, ③ IMO(국제해사기구) 선박연료기준 강화 리스크 조기 해소

S-Oil(010950) 주가는 2017년 초 8.4만원에서 10월 말 13.5만원까지 60% 정도 상승 한 이후, 2018년 5월말 10.7만원까지 조정 흐름이 이어졌다.

2018년 상반기 주가 조정이 진행되었던 원인은 2가지였다. 첫째, 신규설비 가동지연 우려감이 확산되었다. S-Oil(주)이 처음으로 생산하려는 프로필렌 옥사이드(Propylene Oxide, 인조가죽 등 우레탄 핵심원료) 설비 가동이 계획대로 진행되기 힘들 수 있다는 루머가 있었다. 그동안 국내에서 PO를 독점 공급하고 있는 SKC(주) 등으로부터 제기된 의문이었다. 둘째, 2018년 상반기 정제마진이 정체 흐름을 보였다. 2017년 9월에 발생된 허리케인 Harvey 효과가 없어지면서, 정제마진이 2017년 하반기 5.3\$에서 2018년 상반기 4.7\$로 낮아졌기 때문이다.

그러나, 2018년 하반기에는 이런 우려감이 해소되는 가운데, 실적 레벨업과 구조적인 위험 해소로 주가 회복에 나설 전망이다. 목표주가 19만원(현주가 10.7만원)과 Strong Buy 의견을 유지한다.

첫째, 아시아지역 신규증설 압박이 상반기보다 완화되면서, 정제마진은 4.7\$에서 5.3\$ 전후로 높아질 것으로 예상된다. 둘째, 2018년 6 ~ 8월 사이에, S-Oil(주)이 최근 3년간 4.8조원을 들어 투자하고 있는 고도화 정유 및 석화설비 양산이 시작된다. 셋째, IMO(국제해사기구)의 선박연료 품질 기준 강화에 따른 충격을 국내 정유사 가운데 가장 빨리 대비하고 있다. 20\$ 이상 가격 폭락이 우려되는 중유 판매량을 '0'으로 줄였다.

신규 증설 효과를 반영한 적정가치는 19만원 유지,
기존사업 14만원과
신규 증설 사업 5만원

Sum-of-Parts 방식[표1]으로 계산된 목표주가 19만원(= 기존 사업 14만원 + 증설 석화사업 5만원)을 유지한다. 구체적으로, '영업자산 가치 21.8조원(= EBITDA 2.2조원 × EV/EBITDA 8.1배) + 투자자산 가치 5,694억원 - 순차입금 6,853억원' 등이다. 영업자산 가치 계산에 2018년 3분기부터 양산을 시작하는 정유고도화설비(휘발유, 프로필렌 생산) 및 석화플랜트(폴리프로필렌, 프로필렌 옥사이드 판매) 가치 6조원(= 평균 EBITDA 8,009억원 × 호황기 EV/EBITDA 8.1배)이 포함되어 있다. 신규설비가 풀로 가동되는 2019년 장부가액 8.2조원 기준으로 평가된 PBR 가치(= 적정가치 / 자기자본)는 2.6배로, 과거 호황 시 적용 받던 수준이다.

표 1. Sum-of-parts로 계산된 S-Oil(주) 적정주가 19만원 = 기존설비 가치 14만원 vs 신규 증설가치 5만원

구 분	기준일 (2017.12월)	주요 내역				
		사업 부문	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)
(+) 영업자산가치	21조 7,840억원	▶ 정유부문	6,224	1,968	8,192	7.5x
		▶ 화학부문	5,262	866	6,128	7.5x
		▶ 윤활유부문	4,421	165	4,586	11.0x
		▶ 신규증설 가치	6,384	1,625	8,009	7.5x
		합 계	2조 2,291	4,624	2조 6,915	8.1x
						21조 7,842
(+) 투자자산가치	5,694억원	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)
		S-Oil 물운활유 대한유관공사 영여부동산 전략적 투자 기타	50%+1주 8.87% 서산시 89만평	242 455 1,400 569만배럴 25	1.0x 1.0x 1.0x 배럴당 53\$ 0.7x	242 455 1,400 3,579 18
		합 계		5,694	1.0x	5,694
		(-) 순차입금	6,853억원			
		총차입금 (-) 현금성자산	5조 5,205억원 4조 8,352억원			
보통주 주가치(A) 발행주식수(B)	21조 6,683 원 112,582,792주	신규증설사업 가치 제외시 보통주 주가치 15.7조원				
		보통주 1주당 가치	190,000원/주	신규증설사업 가치 제외시 보통주 1당 가치 140,000원 + 신규증설 가치 50,000원		

자료: 유안티증권 리서치센터

II. 실적 전망 : 2018년 2분기 서프라이즈에 이어, 하반기 실적 레벨 높아져…

영업이익 추정치 2017년 1.37조원, 2018년 1.78조원, 2019년 2.09조원 상승 지속

[그림1]에 나타나듯이, 2016년부터 시작된 실적 상승 사이클은 2020년까지 이어질 전망이다. 연간예상 영업이익 흐름은 ‘2017년 1.37조원에서 2018년 1.78조원, 2019년 2.09조원’ 등이다.

특히, 2018년 2분기부터 실적 상승 국면이 시작된다.[그림2] 분기 영업이익 예상 흐름은 ‘1분기 2,545억원으로 단기 바닥 후, 2분기 4,542억원, 3분기 4,936억원, 4분기 5,818억원’으로 확장될 것으로 추정된다. 2분기 국제유가 강세효과로 서프라이즈 실적에 이어, 3분기 중반부터 정유 고도화설비 및 석화설비 가동을 시작하기 때문이다. 신규설비는 4분기에 풀가동된다.

2018년 2분기 실적 서프라이즈 전망

2018년 2분기에 불구하고, 유가 상승효과로 서프라이즈 실적이 기대된다. 예상 실적은 ‘매출액 6.1조원, 영업이익 4,542억원, 순이익 3,195억원’ 등이다. 영업이익 예상치는 전분기 2,545억원과 전년 동기 1,173억원 대비 각각 78%와 287% 급증하는 수치이다.[표2]

부문별 예상 특징을 ‘정유부문 빠른 회복, 석유화학 정체, 윤활유 소폭 회복’으로 요약할 수 있다.

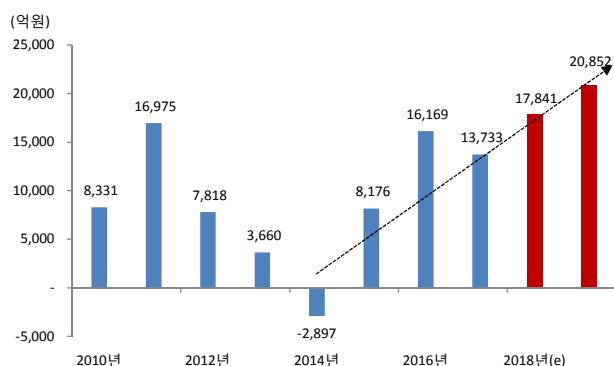
- ① 정유부문 예상 영업이익은 2,627억원(전분기 894억원)이다. 정유제품 비수기로 싱가폴 복합제제마진(S-Oil) 기준, 배럴당은 4.7\$로 지난 분기와 비슷한 상황이다. 실적 견인의 핵심은 국제 원유가격 상승이다. 평균 조달 원유가격이 6\$ 정도 높아지면서, 정(+)의 래깅효과로 1,900억원 정도 이익이 발생될 것으로 추정된다.
- ② 석화부문 예상 영업이익은 830억원(전분기 810억원)이다. 원료인 나프타 가격 강세로, PX 스프레드(PX-나프타, 톤당)는 전분기보다 20~30\$ 낮아졌지만, 3월 정기보수 완료로 가동률이 86%에서 100%로 높아졌다.
- ③ 윤활기유부문 예상 영업이익은 1,085억원(전분기 841억원)이다. 1배럴당 윤활기유 수출가격 스프레드(배럴당)는 전분기와 비슷한 49\$ 상황이다. 설비 가동률이 85%에서 98% 수준으로 높아진 효과를 기대할 수 있다.

2018년 하반기, 실적 레벨이 한단계 높아질 것

2018년 하반기 증설효과로 실적 레벨 자체가 높아지게 된다. 하반기 예상 실적은 ‘매출액 12.5조원, 영업이익 1조 754억원, 순이익 7,368억원’ 등이다. 영업이익은 상반기 7,087억원 보다 52% 증가하는 것이며, 허리케인 수혜로 횡재이익을 얻었던 전년 하반기 보다 17% 높은 수치이다.

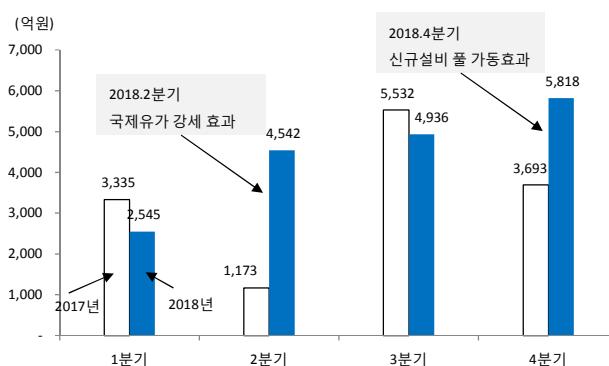
- ① 정유업황은 상반기 보다 개선된다. 아시아지역 신규증설 압박이 없어지면서 하반기 정제마진은 상반기보다 0.5\$(5.3\$/배럴) 개선되고, 두바이 유가도 74\$/배럴 수준으로 견조한 상승세가 이어질 전망이다.
- ② 신규증설 효과가 본격화된다. 휘발유와 석화제품(PO, PP) 양산 설비 가동으로 하반기에 2,000억원(3분기 500억원 + 4분기 1,500억원) 정도의 이익이 추가된다. 물론, 2019년에는 2018년보다 4,000억원이 증가할 것이다.

그림 1. 연간 영업실적 예상 흐름 : 2017년 1.37조원 → 2019년 2.09조원



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 2018년 분기별 예상 영업이익 흐름 : 1Q < 2Q < 3Q < 4Q



자료: 유안타증권 리서치센터

표 2. S-Oil 주의 실적 추정치 : 예상 영업이익 2017년 1조 3,733 억원 → 2018년 1조 7,841 억원(e) → 2019년 2조 852 억원(e)

생산 Capa	2017				2018				연간실적							
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2014	2015	2016	2017	2018	2019		
상업정제설비 (만배럴/일)	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9		
고도화정제설비(FCC+HOU) (만배럴/일)	14.9	14.9	14.9	14.9	14.9	22.5	22.5	22.5	14.9	14.9	14.9	14.9	20.6	22.5		
PX (만톤)	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0		
벤젠 (만톤)	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0		
프로필렌 (만톤)	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	20.7	20.7	20.7	22.6	22.6	22.6	22.6	67.6	82.6		
PP (만톤)						10.0	10.0						20.0	40.0		
PO (만톤)						7.5	7.5						15.0	30.0		
운활기유	(만배럴/일)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1		
주요제품 가격																
휘발유	\$/bbl	68.5	63.8	66.6	72.9	77.6	84.0	84.0	85.0	111.4	69.5	56.3	68.0	82.7	95.0	
경유	\$/bbl	66.1	61.7	64.9	72.1	79.5	87.0	89.0	87.0	112.5	64.8	52.4	66.2	85.6	96.0	
등유	\$/bbl	65.0	60.4	63.5	70.6	80.0	87.0	89.0	88.0	113.0	64.8	52.7	64.9	86.0	96.0	
B/C유	\$/bbl	49.5	46.8	48.0	54.2	57.4	64.0	72.0	68.0	86.7	45.3	35.5	49.6	65.4	63.0	
두바이유(원재료)	\$/bbl	52.0	49.6	50.6	59.2	64.0	70.0	75.0	72.0	96.8	51.9	40.3	52.9	70.3	80.0	
프로필렌	\$/MT	887	821	887	919	1,030	1,020	1,070	1,000	1,304	788	713	879	1,030	1,120	
벤젠	\$/MT	930	763	762	840	891	880	980	960	1,228	679	646	824	928	1,090	
PX	\$/MT	860	791	807	871	942	1,000	1,070	1,040	1,214	823	778	832	1,013	1,170	
PO	\$/MT						1,920	1,940						1,930	2,000	
PP(범용)	\$/MT						1,180	1,200						1,190	1,290	
나프타(원재료)	\$/MT	510	442	471	576	584	665	713	684	878	497	406	500	661	760	
운활기유	\$/bbl	91	98	99	101	107	113	120	117	143	84	82	97	114	124	
환율	원/달러	1,154	1,131	1,132	1,106	1,072	1,075	1,090	1,110	1,063	1,134	1,161	1,131	1,087	1,100	
사업부문별 스프레드																
싱가폴정제마진(S-Oil주기준)	\$/bbl	4.2	3.9	5.5	5.0	4.7	4.7	5.1	5.5	2.2	5.4	3.9	4.7	5.0	5.5	
사우디OSP(50%경질유+50%+증)	\$/bbl	-0.6	-0.8	-0.6	0.1	0.8	0.4	0.7	0.3	0.5	-1.5	-1.1	-0.4	0.5	0.5	
석화마진	\$/MT	368	336	323	298	354	325	470	750	360	296	347	331	475	480	
운활기유 마진	\$/bbl	42.0	52.0	50.0	47.0	50.0	49.0	47.0	49.0	56.0	43.4	46.8	47.8	48.8	47.0	
매출액		억 원	52,002	46,650	52,118	58,145	54,109	61,207	61,175	63,440	285,576	178,903	163,218	208,914	239,932	296,084
정유부문	억 원	40,440	36,986	41,074	45,624	43,413	49,195	46,334	47,159	230,801	140,542	124,642	164,124	186,101	222,344	
석화부문	억 원	7,714	5,606	6,995	8,326	6,902	7,183	9,630	11,506	35,593	24,963	25,440	28,641	35,221	53,499	
운활기유부문	억 원	3,847	4,058	4,050	4,194	3,795	4,830	5,212	4,775	19,717	13,398	13,136	16,149	18,612	20,240	
영업이익	억 원	3,335	1,173	5,532	3,693	2,545	4,542	4,936	5,818	-2,897	8,176	16,169	13,733	17,841	20,852	
원유제고평가前 영업이익(E)	억 원	3,335	1,673	5,232	2,943	2,495	3,442	4,436	6,268	1,976	11,476	14,666	13,183	16,641	20,002	
정유부문	억 원	1,097	-849	3,364	2,661	894	2,627	1,966	1,222	-7,290	2,278	6,991	6,273	6,709	8,610	
석화부문	억 원	1,396	728	905	229	810	830	1,846	3,516	1,814	2,783	5,059	3,258	7,002	8,262	
운활기유부문	억 원	842	1,294	1,263	804	841	1,085	1,125	1,079	2,578	3,111	4,120	4,203	4,130	3,980	
영업이익률	%	6.4%	2.5%	10.6%	6.4%	4.7%	7.4%	8.1%	9.2%	-1.0%	4.6%	9.9%	6.6%	7.4%	7.0%	
원유제고평가前 영업이익(E)	%	6.4%	3.6%	10.0%	5.1%	4.6%	5.6%	7.3%	9.9%	0.7%	6.4%	9.0%	6.3%	6.9%	6.8%	
정유부문	%	2.7%	-2.3%	8.2%	5.8%	2.1%	5.3%	4.2%	2.6%	-3.2%	1.6%	5.6%	3.8%	3.6%	3.9%	
석화부문	%	18.1%	13.0%	12.9%	2.8%	11.7%	11.6%	19.2%	30.6%	5.1%	11.1%	19.9%	11.4%	19.9%	15.4%	
운활기유부문	%	21.9%	31.9%	31.2%	19.2%	22.2%	22.5%	21.6%	22.6%	13.1%	23.2%	31.4%	26.0%	22.2%	19.7%	
외환손익	억 원	1,803	-482	-154	1,580	63	-192	-322	-430	-1,599	-1,476	-492	2,747	-881	-281	
지배주주 순이익	억 원	3,939	669	3,987	3,869	1,887	3,195	3,391	3,976	-2,878	6,314	12,054	12,465	12,450	15,115	
주당순이익	원/주									-2,638	5,494	10,614	10,870	10,856	13,224	
주당순자산	원/주									42,166	46,297	54,901	58,775	63,584	69,796	
주당EBITDA	원/주									429	9,355	16,326	14,300	18,720	21,550	
주당배당	원/주									150	2,400	6,200	5,900	6,400	7,800	
자기자본이익률	%									-6.3%	11.9%	19.3%	18.5%	17.1%	18.9%	

주 : 2015년 ~ 2018년 3월까지 고도화설비와 PO/PP 석화설비에 대한 4.8 조원 규모의 증설이 진행되고 있음. 해당설비로 인한 실적 증가는 2018년 3분기 부터 반영되는 것으로 반영했음

자료 : 유인타증권 리서치센터

III. 2018년 하반기가 더 기대되는 이유 :

2018년 하반기 투자 모멘텀이 연이어 나타나게 된다. 1) 국제유가 상승에 따른 2분기 실적 강세, 2) 3 ~ 4분기 아시아 신규증설 부담 해소에 따른 정체마진 개선, 3) 드디어 3분기부터 가동을 시작하는 고도화/석화프로젝트 효과, 4) 연말 배당성장 기대감 회귀 등에 주목해야 한다. 5) 2019년에 접어들면서 IMO(국제해사기구)의 선박연료 품질 기준 강화에 따른 수혜를 얻을 수 있다.

(1) 아람코(주) 상장까지 국제유가 상승에 의한 수익개선 이어져…

2018년 하반기 ~ 2019년 국제 원유가격은 90\$ 정도까지 높아질 것

국제유가 상승은 S-Oil(주)에 1) 정(+)의 래깅효과, 2) 정(+)의 재고평기이익 효과를 기대할 수 있어

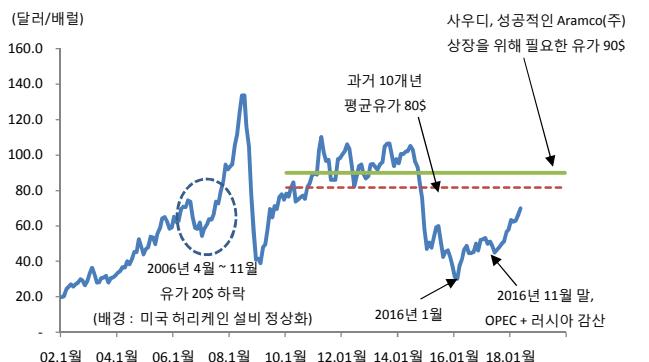
2018년 2분기 글로벌 원유시장은 균형상태에 이르렀지만, **2018년 하반기 ~ 2019년 원유시장은 공급부족현상이 재현되면서, 국제 유가를 90\$ 전후로 끌어올릴 것으로 예상된다.** 두바이 원유가격이 90 ~ 100\$ 수준까지 도달하기 전까지 유가 상승은 S-Oil(주) 실적에 긍정적인 변수로 작용한다.

국제 원유가격이 S-Oil(주) 실적에 미치는 방향은 3가지이다. 1) **정(+) 시차효과**로, 1개월 평균 원유가격이 1\$ 정도 상승하면 월당 200억원규모의 영업이익이 증가한다. S-Oil(주)은 사우디 Aramco(주)부터 필요한 원유 99%를 구매하고 있는데, 한국까지 도달하는데 1달 남짓 시간이 소요된다. 이 기간 동안 유가 및 휘발유 가격이 상승할 경우, 원유를 저가로 구입한 매력이 발생되기 때문이다. 2) **정(+) 재고평가**를 기대할 수 있는데, 분기말 평균유가가 1\$ 상승하면, 원유/정유제품에 대해 130억원 규모의 평가이익이 발생된다. 내수 판매량의 40일 정도를 전략비축유로 향상 보관하고 있는데, 유가 변동에 따라 시장가치로 평가를 진행하기 때문이다. 반면, 3) **국제유가가 90 ~ 100\$을 넘어서기 시작하면, 제품가격에 전가되지 못하면서 정체마진 둔화가 시작된다.** 자동차 연료비 상승으로 인해, 자동차 운행거리가 줄어들면서 휘발유 소비가 역(-) 성장하기 때문이다.

3개년 만에 국제원유시장 균형에 도달

2018년 2분기 국제 원유시장은 3개년 만에 균형수준에 도달했다. 2016년 11월 말, 사우디아라비아가 적극적으로 나서면서 OPEC과 러시아연방의 원유생산량 일일 180만배럴 감산을 이끌어 낸지 1.5년만이다. [그림4]에 나타나듯이, OECD 원유재고량은 30.1억배럴에서 과거 10년 평균 수준인 28억배럴로 낮아졌다. 원유 과잉공급 해소는 자연스레 두바이 원유가격도 과거 10개년 평균치인 79\$에 근접하도록 개선되었다. 미국의 Shale 원유 생산 증대에도 불구하고, OPEC과 러시아 등 주요 산유국의 생산량 조절 의지와 협력이 충분히 반영된 결과이다.

그림 3. 두바이 기준유가: 2019년 90\$까지 상승 여력



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 4. OECD 원유 재고량: OPEC 생산량 증감이 없다면, 국제재고 감소 속



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 국제원유시장이 균형 수준에 도달한 상황에서, 향후 국제유가 향배는 '사우디아라비아의 공급량 조절 의지'가 가장 중요하다. 2017 ~ 2018년 공급량 조절로 국제유가 인상을 주도했던 주역이 바로 사우디아라비아이기 때문이다.

국제 원유시장 균형을 유도한
사우디아라비아의 단기 목표는
Aramco(주) 2,000조원 상장

사우디아라비아의 차기 왕권 후계자인 모하메드 빈 살만(Mohammed Bin Salman) 왕세자를 중심으로, '사우디 2030 계획'을 진행하고 있다. 2030년까지 사우디아라비아를 대외적으로 이슬람 종교 및 금융 중심지로 육성하면서, 대내적으로 균형발전을 도모하고자 한다. 이를 위해, 가장 먼저 국영 에너지회사인 사우디 Aramco(주) 지분 5% 물량을 상장(IPO)해서 100조원 규모의 국가 재건 종자돈을 만든다는 계획이다. **사우디 Aramco(주) 100% 기준 상장가치가 2,000조원을 넘어서야 목표를 이룰 수가 있는데, 국제유가 90\$ 이상이 필수적이다.**

사우디 Aramco(주)는 원유매장량 2,611억배럴로, 세계 1위 (점유율 15.4%)

Aramco(주)는 사우디아라비아의 자원개발 독점업체로, 세계 1위 기업이다. [표3]에 요약되어 있듯이, 주력사업 부문은 원유/천연가스 E&P, 석유정제, 석유화학 등으로 구성되어 있다.

1) 자원개발 부문 : 원유 매장량은 2,611억배럴로, 전세계 매장량 1.7조배럴에서 15.4%를 차지하고 있다. 하루에 생산하는 원유량은 1,020만배럴이고, 총 60년 동안 채굴이 가능하다. 2) 석유정제 부문 : 글로벌 13개 지역(사우디 9곳 + 미국, 한국, 일본, 중국 등 4곳)에 하루에 536만배럴의 원유를 정제할 수 있다. 각 정유사에 Aramco(주)의 지분율을 반영한 정유설비 규모는 309.5만배럴 수준이다. 3) 석유화학부문 : 지분율을 반영한 연산 생산능력은 701.6만톤 수준이다.

표 3. 사우디 Aramco(주)의 사업구성과 생산능력

자원개발 E&P	원유 및 컨덴세이트(초경질원유)	매장량	2,611억배럴(가채년수 60년)	전세계 소비량의 7년분에 해당
		연간생산량	37억배럴(하루 평균 생산량 1,020만배럴)	
석유정제 설비	설비 또는 자회사 [사우디아라비아 지역]	매장량	297.6조입방피트	Aramco(주)의 13% 담당
		일생산량	79.7억입방피트	
석유화학 설비	설비 또는 자회사 [사우디아라비아 이외 국가]	생산능력	Aramco(주) 지분율	지분율 반영 생산능력
	Ras Tanura	55.0만b/d	100%	55.0만b/d
	Riyadh	12.6만b/d	100%	12.6만b/d
	Jiddah	7.8만b/d	100%	7.8만b/d
	Yanbu	24.5만b/d	100%	24.5만b/d
	Petrorabigh	40.1만b/d	37.5%	15.1만b/d
	SAMREF-Yanbu	40.0만b/d	50%	20.0만b/d
	YASREF-Yanbu	40.0만b/d	62.5%	25.0만b/d
	SASREF-Jubail	30.0만b/d	50%	15.0만b/d
	SATORP-Jubail	40.0만b/d	62.5%	25.0만b/d
	Motiva-미국	107.0만b/d	50%	53.5만b/d
	S-Oil-한국	66.9만b/d	63.4%	42.4만b/d
	Showa Shell-일본	44.5만b/d	14.96%	66.65만b/d
	FREP-중국	28.0만b/d	25%	7.0만b/d
	합 계	536.3만b/d		309.5만b/d
석유화학 설비	주요제품	사우디 국내	사우디 이외 국가	지분율 반영 생산능력
	에틸렌	130만톤/년	110만톤/년	240만톤/년
	프로필렌	110만톤/년	182.3만톤/년	292.3만톤/년
	PX(자일렌 포함)	70만톤/년	355.1만톤/년	425.1만톤/년
	벤젠	60만톤/년	126.8만톤/년	186.8만톤/년
	폴리올레핀	161.4만톤/년	150.3만톤/년	311.7만톤/년
	기타	131.6만톤/년	177.5만톤/년	309.1만톤/년
	합 계	663.0만톤/년	1,102.0만톤/년	1,765.0만톤/년

자료: Aramco

Aramco(주) 상장가치를 결정짓는 변수는 1) 매장량, 2) 원유판매가격, 3) 로열티 비율, 4) 법인세율

2018년 말 또는 2019년 초를 목표로, Aramco(주) 상장을 진행하고 있다. Aramco(주)의 상장가치를 결정짓는 핵심 변수는 1) 매장량, 2) 원유 판매가격(= Dubai 기준 유가 + OSP), 3) 로열티 비율(생산된 자원 가운데 국가 토지 사용 대가로 정부에 귀속되는 부분), 4) 법인세율 등이다.

최대 주주인 석유/광물자원부(Ministry of Petroleum & Mineral Resource)는 상장가치를 가장 높게 받는 것이 단기적인 목표일 것이다. 2017년부터 상장가치를 높이기 위한 노력이 구체화되고 있다. Aramco(주) 법인세율을 기존 85%에서 50%로 낮추었다. 매출액의 20%를 로열티로 지불하고 있는데, 로열티 비율은 그대로 유지했다. 그리고, 원유매장량을 확대하기 위해 계획을 검토하고 있지만, 대규모 투자가 필요해 단기에 성과를 내기 힘들다. 결국, 2018년 말 ~ 2019년 상장 전까지 Aramco(주) 기업가치를 높일 수 있는 잔여 변수는 ‘안정적인 고유가 수준’이다.

안정적인 두바이 유가 90\$ 이상에서야 Aramco(주) 상장가치 2,000조원 목표 달성 가능

[표4]는 국제유가 수준별로 Aramco(주) 예상 실적과 상장가치를 추정한 것이다. 상장가치는 해당 유가에서 얻는 순이익이 60년(가채연수) 동안 지속된다는 가정으로, 현재가치를 구했다. ‘국제유가 40\$, 70\$, 90\$ 수준에서 상장가치는 각각 718조원, 1,476조원, 1,981조원’으로 추정된다.

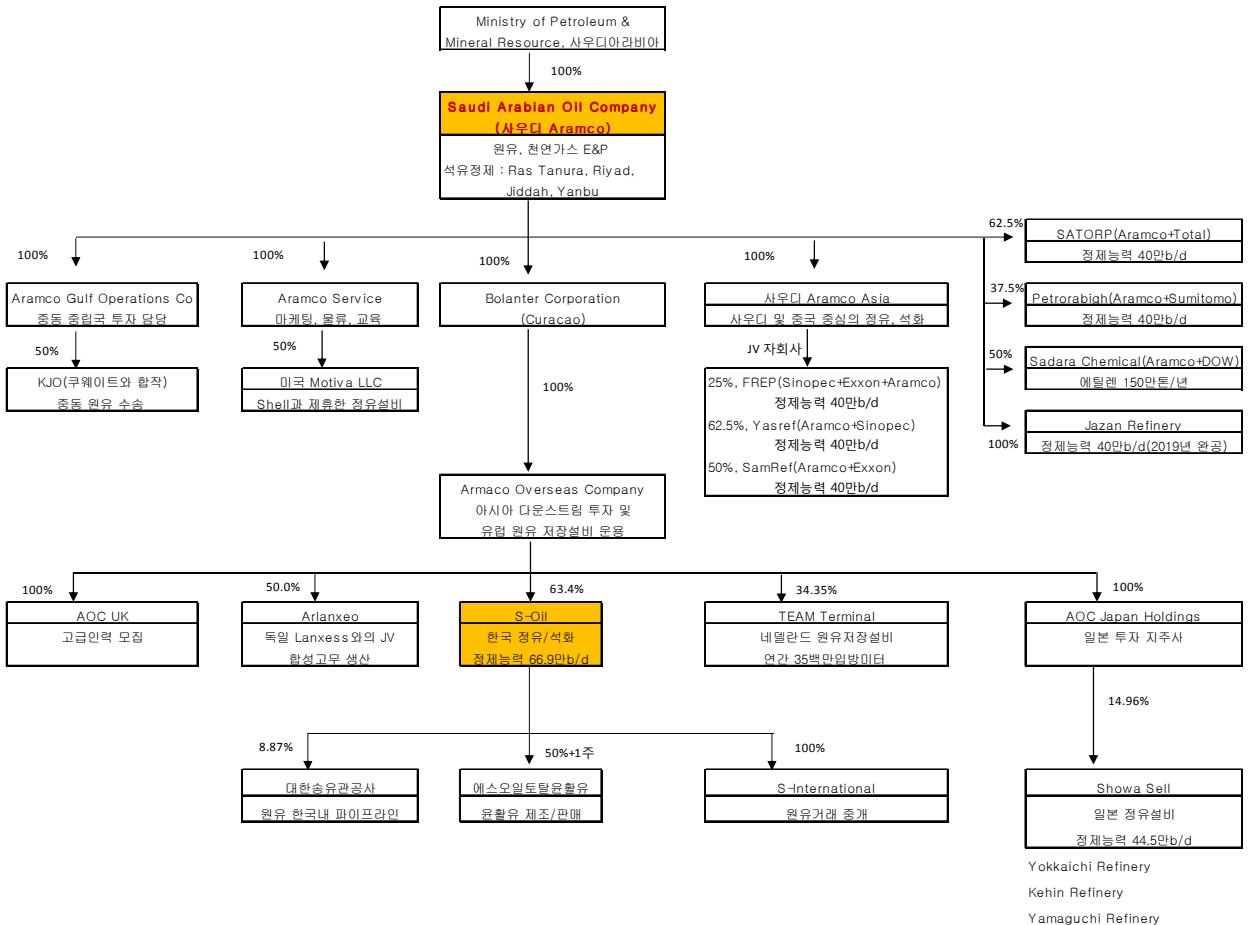
종합하면, 사우디아라비아는 Aramco(주) 상장이라는 관점에서 유가 70 ~ 80\$에 만족하지 않을 것이다. 2018년 하반기 이란 및 베네수엘라 등 원유생산량 감소분에 대해 사우디아라비아는 일정부문 생산량 확대로 나설 수 있지만, 글로벌 원유공급부족 상황이 지속되도록 유도할 것으로 보인다.

표 4. 국제유가 수준별 사우디 Aramco(주)의 상장가치 비교

국제유가 가정	(달러/배럴)	40	50	60	70	80	90	100
환율가정	(원/달러)	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
전사 추정 매출액	(조월)	260	322	385	447	509	571	633
1) 원유/가스 매출액	(조월)	196	245	294	343	393	442	491
국제유가	(달러/배럴)	40	50	60	70	80	90	100
원유 일판매량	(만b/d)	1030	1030	1030	1030	1030	1030	1030
천연가스 일판매량	(만b/d)	192	192	192	192	192	192	192
2) 정유 매출액	(조월)	58	71	83	96	108	120	133
일정제량	(만b/d)	309	309	309	309	309	309	309
석유제품가격	(달러/배럴)	47	57	67	77	87	97	107
3) 석화제품 매출액	(조월)	6	6	7	8	9	9	10
연생산량	(만톤/년)	701	701	701	701	701	701	701
석유제품가격	(달러/톤)	730	825	920	1015	1110	1205	1300
전사 추정 영업이익	(조월)	128	168	209	250	291	332	372
원유 영업이익	(조월)	122	163	203	244	285	326	367
(-)로열티	매출액 비중	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-)생산원가	배럴당 10\$	10	10	10	10	10	10	10
정유 영업이익	(조월)	5	5	5	5	5	5	5
복합 정제마진	배럴당	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
고정비	배럴당 3\$	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
석화제품 영업이익	(조월)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
주요제품 스프레드	톤당	350	350	350	350	350	350	350
고정비	톤당 250\$	250	250	250	250	250	250	250
법인세	(조월)	64	84	105	125	145	166	186
법인세율		50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
세후 순이익	(조월)	58	78	99	119	140	160	180
60년 지속시 기업가치								
(현재가치 할인율 8%)	(조월)	718	971	1,223	1,476	1,728	1,981	2,233

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 5. 사우디 Aramco(주) 글로벌 지배구조



자료: Aramco, 유인타증권 리서치센터 취합

(2) 분명, 2018년 하반기 정제마진은 상반기보다 높아질 터…

아시아 정유업황 상승 사이클은 2020년까지 지속. 특히, 2018년 하반기는 상반기보다 과잉공급 우려가 낮아질 것

S-Oil(주)의 주력 사업인 석유정제부문 업황은 2015년부터 상승 사이클에 접어들었는데, 2020년에 정점에 도달하기 전까지 꾸준한 상승세가 이어질 전망된다. 중국, 인도, 동남아시아의 견조한 성장에 힘입어, 2016 ~ 2020년 기간 동안 아시아 수요는 연평균 2.7% 성장하는 반면, 신규설비 증가 규모는 연평균 1.5%에 그치기 때문이다. 특히, 2018년 하반기에는 아시아 지역 신규증설 압박이 사라지면서, 정제마진(1배럴당)은 상반기 6.9\$에서 하반기 7.3\$ 수준으로 개선된 전망이다.

먼저, 아시아지역 정유업황 사이클을 살펴보자. 일반적으로, 정유업황 사이클은 수요/공급 밸런스 흐름을 토대로 누적 재고량($=\Sigma$ (생산량 - 소비량)) 또는 설비가동률(=수요량/정제능력)로 예측할 수 있다. 유안타증권은 누적재고량 예상이 힘들기 때문에 정확도는 떨어지지만, 수요량과 생산 능력변화를 비교한 정유설비 가동률로 업황사이클을 전망한다.

아시아지역(중동 포함) 정유제품 하루 소비량은 3,580만배럴로, 매년 90 ~ 100만배럴 성장 중

2017년 기준 아시아지역(중동 포함) 정유제품 하루 소비량은 3,580만배럴이었다. 국가별로는 중국이 1,238만배럴로 아시아 전체의 34.6%로 가장 높은 비중을 차지하고 있으며, 인도 449만배럴(12.5%), 일본 404만배럴(11.3%), 한국 276만배럴(7.7%), 인도네시아 161만배럴(4.5%), 싱가폴 138만배럴(3.9%), 태국 138만배럴(3.9%), 중동 830만배럴(23.2%) 등이다. 아시아지역 연간 수요증가 성장율은 3.8% 수준인데, 매년 90 ~ 100만배럴(2017년 100만배럴 증가) 증가하는 것이다. 대부분은 중국, 인도, 동남아시아에서 이루어지고 있다.

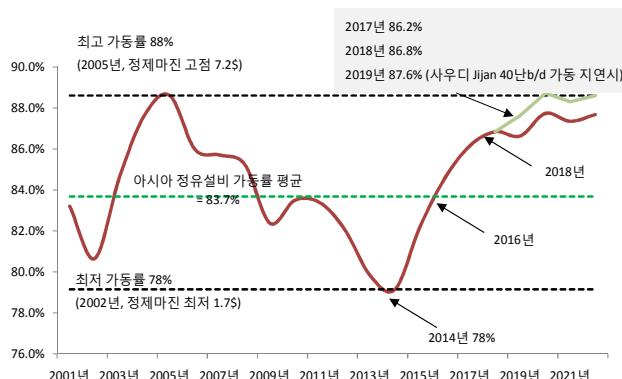
아시아지역 정유설비(중동 포함)는 4,230만배럴

아시아지역 공급측면을 살펴보면, 하루 정유설비 규모(2017년 기준)는 4,230만배럴로, 글로벌 설비의 34%에 해당한다. 국가별로는 중국의 하루 정제능력이 1,464만배럴로, 아시아지역 전체에서 34.6%를 차지하고 있다. 그 뒤를 인도 462만배럴(10.9%), 일본 335만배럴(7.9%), 한국 323만배럴(7.8%), 싱가폴 151만배럴(3.6%), 태국 123만배럴(2.9%), 인도네시아 116만배럴(2.7%), 대만 99만배럴(2.3%) 등이다. 중동지역 생산능력은 948만배럴로 22.4%를 차지하고 있다.

아시아지역 정유설비 증설 규모는
2017년 58만배럴,
2018년 77만배럴, 2019년
109만배럴, 2020년 49만배럴

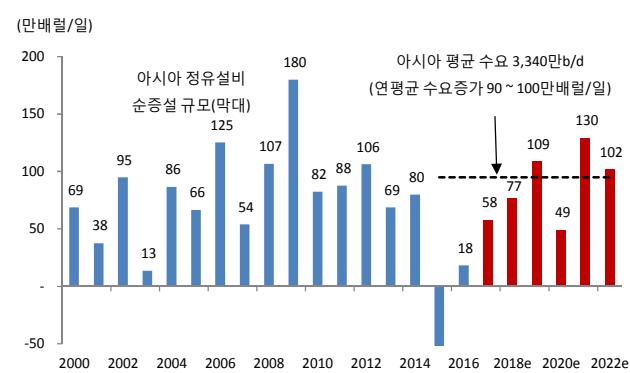
2016 ~ 2020년 동안, 아시아지역 연평균 신규 정유설비 증설 규모는 일 73만배럴 수준으로, 수요 증가 규모 90 ~ 100만배럴을 밀돈다. 연간 증설 규모를 살펴보면, '2016년 18만배럴/일, 2017년 58만배럴/일, 2018년 77만배럴/일, 2019년 109만배럴/일, 2020년 49만배럴/일, 2021년 130만배럴/일' 등이다. 다만, 2019년에 변수가 있다. 사우디아라비아 Jijan의 일산 40만배럴 규모의

그림 6. 아시아 정유업황(설비가동률) 전망 : 2020년 Peak 도달



자료: BP, IEA, 유안타증권 리서치센터

그림 7. 아시아 정유설비 신규증설 규모 : 2020년까지 신규증설 부족



자료: IEA(Oil 2018)

이중에 2019년 사우디 Jijan 정유설비 40만배럴 가동을 낙관할 수 없어…

아시아 정유설비 가동률(=수요량/생산능력)은 2014년 78% 바닥에서 2020년 87.9%까지 상승세 지속

싱가폴 정제마진도 2014년 5.8\$로 바닥 확인 후, 2020년 8.5\$로 역사적인 고점 근처까지 상승할 것

2018년 상반기, 중국 CNOOC(주)와 베트남 Nghi Son(주) 20만b/d 증설 입박 이후, 2019년 초까지 증설 없어…

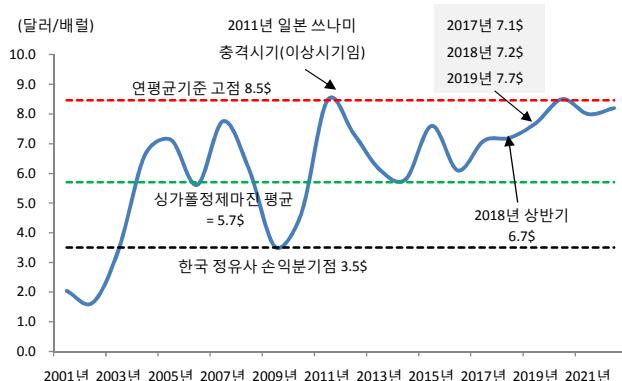
초대형 정유설비 가동 여부이다. 사우디 국영에너지회사인 Aramco(주)에서 홍해지역 확대를 위해, 건설중인 정유설비로 당초에는 2016년 가동할 계획이었지만, 2019년으로 양산 시기를 늦춰져 있다. 하필이면, Jijan 정유설비 예정 지역이 사우디와 군사적인 대립각을 세우고 있는 예멘 반군 장악지역에 인접해 있다. 2017년부터 예멘 반군이 Jijan 지역 정유설비를 타깃으로 미사일, 드론 공격 등을 지속하고 있다. 설비 건설이 원활하지 못한 것으로 알려지고 있어, 2019년에 정상가동이 가능할지 의문이다. 결국, 2019년 아시아지역에 계획된 신규 정유설비 109만배럴에서 Jijan 설비 40만배럴을 차감하고 아시아 정유설비 수급상황을 고려하는 것이 합리적일 것이다.

아시아 정유 수급 예상(가동률)을 종합하면, 정유 업황은 2020년에 정점에 도달할 것으로 판단된다. [그림6] 아시아정유설비 가동률은 2014년 78%를 바닥으로 2016년 회복되기 시작해, 2017년 86.2%, 2018년 86.8%, 2019년 87.6%, 2020년 87.9%로 꾸준히 높아지기 때문이다. 아시아지역 원유 수요가 급감하는 충격이 발생되지 않는 한 상승사이클은 꺾이지 않을 것이다.

아시아지역 정유업황을 눈으로 확인할 수 있는 지표가 싱가폴 복합정제마진(1배럴당 이익)이다. 2014년 5.8\$로 단기 바닥을 터치한 이후, 2016년 6.1\$, 2017년 7.1\$로 상승 속도를 높여 갔다. 타이트한 수급상황이 이어져 정제마진 고점은 2020년 8.5\$ 정도로 예상된다.

특히, 2018년 흐름은 상저하고(上底下高) 국면이 예상된다. 2018년 상반기 정제마진 평균은 6.9\$ 수준으로, 전년 상반기 6.4\$ 보다 높지만, 허리케인 Harvey 수해가 켰던 하반기 7.7\$에 비해서는 낮다. [표5]에 나타나듯이, 중국 CNOOC Huizhou 26만b/d와 베트남 Nghi Son 20만b/d 설비 가동으로 물량압박이 증가했기 때문이다. 그런데, 하반기에는 신규설비 압박이 거의 없다. 3분기에 쿠웨이트 KPC Mina Abdulla 설비 17만b/d 가동되지만, 인근 설비 11만b/d가 폐쇄되면서 순증효과는 없을 것이다. 게다가, 4분기 예정되어 있는 CNOOC Daxie 12만b/d 양산시기도 2019년 초로 이연 될 가능성성이 높기 때문이다. 하반기 싱가폴 정제마진은 7.3\$ 전후로 높아질 것이다.

그림 8. 싱가폴정제마진 흐름 : 2018년 하반기 개선, 2020년 peak 도달



자료: 유인타증권 리서치센터

표5. 아시아지역 정유설비 증설 및 폐쇄 계획

가동 시기	국가	기업명	생산능력 변화 (상압정제설비, 만배럴/일)
2017.1분기	이란 일본	Bandar Abbas-PGSOC/1 5개 정유사	12.0 -25.2
3분기	인도	HPCl Bhatinda	4.2
	중국	CNOOC/Huizhou	20.0
	중국	CNPC/SA Anning	26.0
	쿠웨이트	KPC-Shuaiba	-18.6
	인도	BPCL-Kochi	12.0
4분기	대만	CPC Tain	4.7
	시우디	Jeddah	-8.4
	중국	소형 정유사	-10.0
2018.1분기	중국 일본	Zhuhai haifeng JX Groupe	10.0 -16.0
2분기	중국	Petrochina Huabei	10.0
	이란	Bandar Abbas-PGSOC/1	12.0
	베트남	Nghi Son	20.0
3분기	쿠웨이트	KPC-Mina Abdulla	17.1
	쿠웨이트	KPC-Mina Al-Ahmadi	-11.2
4분기	중국	CNOOC/Daxie	12.0
2019년	사우디	Aramco Jijan (변수임)	40.0
	중국	Hengli Petrochem	20.0
	중국	CNOOC/Dongying	7.0
	중국	Sinochem/Quanzhou	6.0
	브루나이	Zhejiang Hengyi	14.8
	필리핀	Petron Corp	9.0

자료: IEA(Oil 2018), ThaiOil

표 6. 2018 ~ 2023년 글로벌 국가별 정유설비 증설 계획

지역 구분	2018년	(만b/d)	2019년	(만b/d)	2020년	(만b/d)	2021년	(만b/d)	2022년	(만b/d)	2023년	(만b/d)
아메리카	US Valero(St. Charles)	2.0	Meridian Resource	2.7	Calumet Montana Refining	2.0			Petroperu(페루)	3.3	Exxon Mobil(Beaumont)	35.0
	US Valero(Port Arthur)	1.5										
	US Targa	3.5										
	US Flint	1.6										
	North West Red Water(캐나다)	8.0										
	소 계	16.6		2.7		2.0		-	3.3		35.0	
유럽			SOCAR(터키)	20.0								
	소 계			20.0								
동유럽	Kazmungas-Pavlodar(타자흐스)	2.0	Yaysky(러시아)	6.0	SOCAR(아제르바이잔)	3.0					Uzbekneftegaz(우즈베키스탄)	10.0
	Kazmungas/Petrochina(카자흐)	1.5	Gazprom Neft(러시아)	3.0								
	Kazmungas-Atyrau(카즈흐스틴)	1.0										
	Tatneft/Taneko	14.0										
	Mari El Refinery(러시아)	6.3										
	Antipinsky Refinery(러시아)	3.0										
	Naftan(벨라루스)	3.5										
	소 계	31.3		9.0		3.0						10.0
아프리카	SONAR(카메룬)	3.0	MIDOR(이집트)	6.0	Total/Tullow/CNOOC(우간다)	3.0	Dangote Oil Refinery(나이지리아)	50.0	Total/Tullow/CNOOC(우간)	3.0	Naftec SPA(알제리)	10.0
	소 계	3.0		6.0		3.0		50.0		3.0		10.0
아시아	중국	Zunhai Haufeng	10.0	Hengli Petrochemical	20.0	Sinopec/KPC-Zhangjiang	20.0	Hengli Petrochemical	20.0			
		Petrochina-Renhuai	10.0	CNOOC Dongying	7.0			Ronshen Petrochemical	20.0			
				CNOOC Ningbo Daxie	12.0							
				Sinochem Quanzhou	6.0							
		소 계	20.0	45.0		20.0		40.0				
		일본										
태국								Thai Oil	12.6			
	말레이시아							Petronas-rapid	22.0	Petron	9.0	
	베트남	Petro Vietnam/KPC/Idemitsu	20.0							Petro Vietnam/Gazprom N	7.0	
	인도네시아							Petamina-balikpapan	10.0	Petamina	10.0	Petamina/Rosneft
	브루나이			Zhejiang Hengyi Petrochemi	14.8					Petamina/Aramco	5.2	
	필리핀			Petron Corp	9.0							
	소 계	43.6		59.8		51.0		68.0		72.4		
중동	이란	NIOC-Persian Gulf Star	11.2						NIOC-siraf	6.0	NIOC-siraf	6.0
		Oaiwan-Bazian	2.0									
				NIOC-Abadan	19.5							
	쿠웨이트	KNPC-mini al-ahmadi	- 11.2					NIOC-Abadan	23.3			
		KNPC-Mina Abdulla	20.0					NIOC-Persian Gulf Star	13.0			
	사우디아라비아	Aramco-Jeddah	- 8.4	Aramco-Jizan	40.0			KNPC-Al-Zhour	61.5			
	이라크									Aramco-jeddah	- 8.8	
	오만	Oman Refinery	8.2					Qaiwan-bazian	5.0	INOC-ORA	14.0	
	카타르										Oman Refinery	23.0
	바레인									Bahrain Petroleum-sitra	35.5	
	UAE									Bahrain Petroleum-sitra	-26.2	
	소 계	21.8		40.0		15.7		66.5		20.5		29.0
글로벌 신규증설 합계		126.9		148.5		57.2		179.5		108.0		149.0

자료: IEA(Oil 2018)

(3) 드디어, 2018년 3분기 4.8조원 고도화정유/석화설비 설비 가동…

2018년 6 ~ 8월 동안, 휘발유 2.1만배럴/일, PP 40만톤/년, PO 30만톤 설비 순차적인 가동으로, 연간 6,000억원 이상의 이익 창출 가능

2015 ~ 2018년 S-Oil(주)
정유부문에서 원료인 원유보다
싸게 팔고 있는 제품인 중유(Fuel
Oil)를 줄이는 투자 진행

2018년 기계적인 설비 준공, 6월
고도화설비 가동, 8월 정도에
석화제품(PP, PO) 판매 개시

휘발유, PP 제품은 해외 판매법인을
통해 수출하게 되고, PO 제품은
대부분 국내 판매거래처 확보

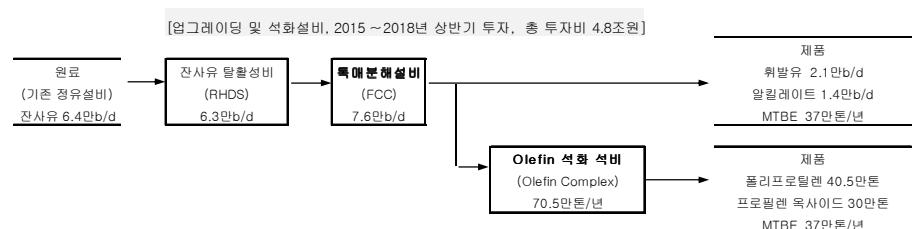
2018년 6월부터 S-Oil(주)의 대형 정유/석화설비 가동에 따른 성과를 얻기 시작한다. 2015년부터 온산 정유 단지에 4.8조원(토지 구입비 5,000억원 포함)을 투자해서, 정유 고도화설비와 석유화학 설비 투자를 진행했다. 신규 설비가 풀 가동 되면, 연 평균 6,000억원 이상의 추가적인 영업이익을 기대할 수 있다. 설비가 풀가동 되는 4분기에 가까워 질수록 신규사업이 부각될 전망이다.

기존 정유설비에서 양산되고 있는 적자제품인 잔사유(Fuel Oil, 직접판매시 적자인 석유제품으로, 화력발전 연료나 선박 연료로 사용)를 재처리해 수익을 확대하기 위한 것이었다. [그림9]에 나타나듯이, 새로 만들어진 설비는 2개로 이루어져 있다. 첫번째 설비는 촉매분해 고도화설비로, 기존 정유공장에서 생산되는 저가의 잔사유(Residue, 직접판매 시 적자임)를 하루에 6.4만배럴 촉매 반응과정을 거쳐, 휘발유 2.1만배럴, 알킬레이트(휘발유와 성상이 비슷한 고품질 제품) 1.4만배럴, 프로필렌 60만톤/년, MTBE 37만톤/년을 생산하게 된다. 두번째 설비는 석유화학 설비(Olefin Downstream Complex)로, 고도화설비에서 생산된 프로필렌으로 중합과정을 거쳐, 폴리프로필렌(Poly Propylene, 자동차 범퍼나 장난감 등에 사용되는 딱딱한 플라스틱) 연 40만톤과 프로필렌 옥사이드(Propylene Oxide, 인조가죽, 매트리스 스팟지 등에 사용되는 우레탄 원료) 30만톤을 생산하게 된다.

2018년 4월 말에 설비는 완공되었다. 테스트를 거쳐, 양산과정을 2단계로 진행할 계획이다. 먼저, 6월부터 정유고도화설비 양산이 시작되면서, 휘발유, 프로필렌이 먼저 생산될 것으로 보인다. 석유화학 설비는 7월 말 ~ 8월 정도부터 폴리프로필렌(PP) 와 프로필렌옥사이드(PO) 양산이 시작되며, 판매가 동시에 이뤄질 전망이다. 9월 전후에 전체 설비가 풀 가동할 수 있을 전망이다.

신규로 생산되는 제품 판매에 부담이 없어 보인다. 휘발유 등은 국내 S-Oil(주) 점포망 확대를 통해 일부를 소화하고 나머지는 해외로 수출하게 된다. 폴리프로필렌 40만톤 대부분은 Aramco(주)의 글로벌 판매망을 통해 소화될 것이다. 프로필렌 옥사이드 30만톤 가운데 22만톤 정도는 국내 거래선(KPX 케미칼(주) 12만톤, 금호석유(주) 5만톤, 한국 BASF(주) 5만톤)을 확보했고, 8만톤 정도를 수출할 계획이다. 수출되는 PO 8만톤 물량도 점차 줄어들면서, 국내 업체에서 대부분 소화될 것으로 전망된다. 안정적인 PO 공급이 이뤄지면서, 이를 원료로 사용하는 KPX 케미칼(주) 등이 설비를 추가로 확대할 계획을 가지고 있기 때문이다.

그림 9. S-Oil(주)의 고도화 및 석화설비 프로젝트(Residue Upgrading & Olefin Downstream Project)



자료: S-Oil

보수적으로, 2018년 상반기 주요제품 스프레드를 그대로 적용하면, 연간 5,800억원의 영업이익 추가로 발생

[표7]에서 나타나듯이, 신규 프로젝트로부터 기대할 수 있는 실적은 ‘매출액 2.3조원, 영업이익 5,803억원(영업이익률 25.3%), 순이익 3,755억원’ 등이다. 영업이익 5,803억원 구성은 제품별로 나누어 보면, ‘휘발유 1,882억원, MTBE 620억원, PP 1,730억원, PO 962억원, 벤젠 609억원’ 등이다. 순이익 결정 변수로는 ① 주요제품과 잔사유의 스프레드(=제품가격 - B/C유 가격), ② 신규설비 가동률, ③ 차입금 규모 등이다. 금번 추정치는 2018년 상반기 주요제품별 평균 스프레드, 가동률 92%(1년에 30일 정기보수), 차입금 2.8조원(조달금리 2.5%) 등을 반영한 것이다.

표 7. S-Oil주의 고도화 및 석화설비 프로젝트 경제성 분석 : 2018년 상반기 기준, 영업이익 5,803 억원

[기타 변수]	월도가격(B/C 가격)	(달러/배럴)	61	2018년 상반기 평균
기준 환율	(원/달러)	1,070	2018년 상반기 평균	
가동률	(%)	92%	매년 30일간 정기보수 진행을 가정	
신규 프로젝트 추정 매출액	(억원)	22,900	비 고	
1) 정유제품 매출액	(억원)	13,033		
휘발유(알킬레이트 포함)	(억원)	10,162		
휘발유 가격	(달러/배럴)	81	2018년 상반기 평균가격	
휘발유 생산량	(만b/d)	4	휘발유 2.1만b/d + 알킬레이트 1.4만b/d	
MTBE	(억원)	2,871		
MTBE 가격	(달러/톤)	790	2018년 상반기 평균가격	
MTBE 생산능력	(만톤/년)	37		
2) 석화제품 매출액	(억원)	9,868		
폴리프로필렌(PP)	(억원)	4,753		
PP 가격	(달러/톤)	1,210	법용제품으로, 2018년 상반기 평균가격	
PP 생산능력	(만톤/년)	40	Aramco(아람코) 판매법인을 통해, 대부분 수출	
프로필렌옥사이드(PO)	(억원)	4,260		
PO 가격	(달러/톤)	1,446	2018년 상반기 한국의 수입가격	
PO 생산능력	(만톤/년)	30	내수 22만톤, 수출 8만톤	
벤젠	(억원)	854		
벤젠 가격	(달러/톤)	870	2018년 상반기 평균가격	
PO 생산능력	(만톤/년)	10		
신규 프로젝트 추정 영업이익	(억원)	5,803		
EBITDA	(억원)	7,403	영업이익 + 감가상각비 1,600억원	
1) 정유제품 영업이익	(억원)	2,501		
휘발유(알킬레이트) 영업이익	(억원)	1,882		
스프레드(휘발유 -B/C - 고정비 5\$)	(달러/배럴)	15	1배럴당 영업순익	
MTBE(알킬레이트)	(억원)	620		
스프레드(MTBE -B/C - 고정비 40\$)	(달러/톤)	171	1톤당 영업순익	
2) 석화제품 영업이익	(억원)	3,301		
폴리프로필렌(PP) 영업이익	(억원)	1,730		
스프레드(PP -B/C - 고정비 190\$)	(달러/톤)	441	1톤당 영업순익	
프로필렌옥사이드(PO) 영업이익	(억원)	962		
스프레드(PO -B/C - 고정비 540\$)	(달러/톤)	327	1톤당 영업순익	
벤젠 영업이익	(억원)	609		
스프레드(벤젠 -B/C - 고정비 200\$)	(달러/톤)	569	1톤당 영업순익	
영업이익률	(%)	25.3%		
정유부문	(%)	19.2%		
석화부문	(%)	33.5%		
금융비용	(억원)	700		
총차입금	(억원)	28,000	총 투자비 4.8조원	
조달금리	(%)	2.50%	회사채 및 은행대출 평균 조달 금리	
세전 순이익	(억원)	5,103		
법인세율		24%		
세후 순이익	(억원)	3,755		
발행주식수	(주)	112,582,792		
주당순이익	(원/주)	3,336		

자료: 유안타증권 리서치센터

휘발유, PP, PO, MTBE
스프레드는 과거평균을 웃돌고
있어...

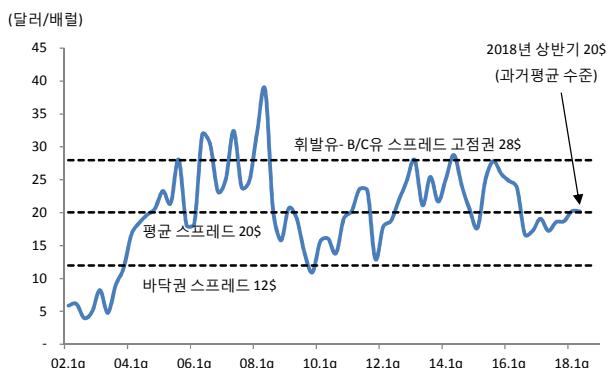
특히, 주요 제품별 스프레드 사이클과 현재 위치를 고려하면, 신규 프로젝트 가동에 따른 수익 우려 깊은 낮아 보인다. 2018년 상반기 휘발유 스프레드는 과거 평균 수준인 반면, MTBE(휘발유 폭발성을 높이는 첨가제), PP, PO 등은 과거 평균치를 웃돌고 있기 때문이다.

2018년 상반기 휘발유 스프레드(=휘발유 가격 - B/C유 가격)는 1배럴당 20\$ 수준이다. 과거 15개년 평균 스프레드 범위는 12 ~ 28\$ 수준으로, 평균치 20\$ 수준이었다. B/C에서 휘발유를 생산하는데 필요한 고정비 추정치 5.0\$을 감안하면, 평균 스프레드에서 얻을 수 있는 영업이익 규모는 1,900억원 수준이다.

2018년 상반기 폴리프로필렌(PP) 스프레드(= PP 가격 - B/C유 가격)는 1톤당 760\$ 수준이다. 과거 15개년 평균 스프레드는 510 ~ 830\$에서 움직였고, 평균치 720\$이었다. B/C에서 PP를 생산하는데 필요한 고정비 추정치 190\$을 감안하면, 영업이익 1,600억원을 얻을 수 있다.

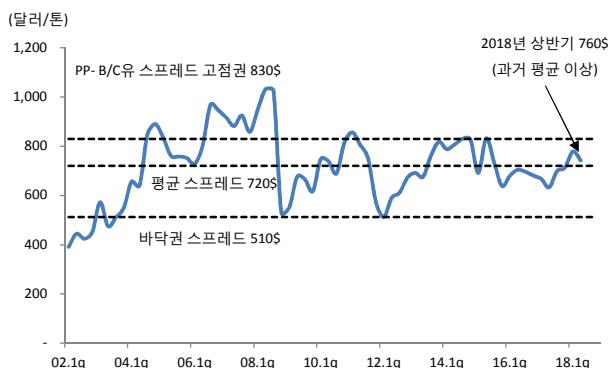
2018년 상반기 프로필렌 옥사이드(PO) 스프레드(= PO 가격 - B/C유 가격)는 1톤당 1,460\$ 수준이다. 과거 15개년 평균 스프레드 범위는 1,000 ~ 1,600\$ 이었으며, 평균 1,310\$ 이었다. 과거 평균 스프레드에서 B/C에서 PO를 생산하는데 필요한 고정비 추정치 540\$을 감안하면, 연 평균 이익 규모는 560억원 수준이다.

그림 11. 휘발유 - B/C 유 스프레드 : 2018년 상반기, 과거 평균 수준



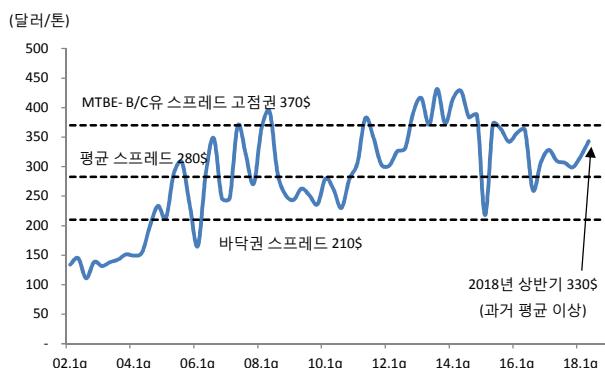
자료: 유인타증권 리서치센터

그림 13. 폴리프로필렌 - B/C 유 스프레드 : 2018년 상반기, 과거 평균 소폭 상회



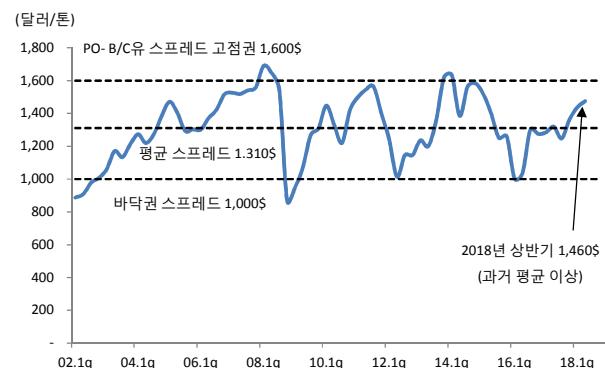
자료: 유인타증권 리서치센터

그림 12. MTBE - B/C 스프레드 : 2018년 상반기, 과거 평균 이상



자료: 유인타증권 리서치센터

그림 14. 프로필렌 옥사이드 - B/C 유 스프레드 : 2018년 상반기, 과거 평균 이상



자료: 유인타증권 리서치센터

(4) 2018년 말, 배당 성장 기대감 다시 높아질 것…

주당 배당액은 2017년 5,900원에서 2018년 6,400원, 2019년 7,800원으로 성장 예상

2018년 말에 접근할수록 배당성장 기대감이 다시금 부각 될 전망이다. 사실, 주당 배당액은 2016년 6,200원(중간 500원, 기말 5,700원)에서 2017년 5,900원(중간 1,200원, 기말 4,700원)으로 소폭 줄어들면서, 투자자들 사이에 배당정책에 대한 의문이 제기되었다. 순이익 대비 지급 배당금 비율인 배당성향도 2016년 60%에서 2017년 55%로 낮아졌기 때문이다. 그러나, 2017년 9 ~ 10월에 미국 허리케인 Harvey로 비정상적인 이익을 제외하고 배당성향을 다시 계산해 보면, 여전히 60% 수준을 유지한 것이다.

다음의 2가지 재무적 특징을 고려하며, 2018년 연간 배당금 규모는 전년 5,900원에서 6,400원으로 높아질 것으로 추정된다. 신규 프로젝트 이익이 추가되는 2019년 7,800원으로 높아질 수 있다.

대형설비 투자 종료로 2018년 전년보다 영업활동에서 만들 수 있는 현금 규모 6,000억원 정도 개선

첫째, 대규모 설비투자가 마무리되면서 현금창출 능력이 ‘V 자형’으로 개선된다. 2015년 ~ 2018년 상반기 동안 고도화설비 프로젝트에 4.8조원 투자비 지출이 집중된 이후 자본지출이 큰 폭으로 감소하기 때문이다. [표8]에 나타나듯이, 연간 총투자비(Capex) 규모는 2016년 1.1조원, 2017년 2.5조원으로 증가한 후, 2018년에는 1.9조원, 2019년에는 4,000억원 수준으로 떨어진다. 반면, 2018년 하반기부터 신규설비에서 연간 6,000억원 정도의 이익이 발생되면서, 현금유입 규모는 확대된다. 이로 인해, 영업활동에 의한 현금 창출능력(= 재고평가전 영업이익 + 감가상각비 - 순이자비용 - 경상적인 설비투자 - 프로젝트 설비투자의 50% - 법인세비용 - 만기도록 차입금) 규모는 ‘2017년 △2,343억원, 2018년 4,948억원, 2019년 1.1조원’으로 개선된다.

장기채권 발행으로, 차입금 상환 부담도 2019년 4,350억원, 2020년 3,600억원으로 크지 않아…

둘째, 2019 ~ 2020년 차입금 상환에 대한 부담도 크지 않다. 2015 ~ 2018년 신규 프로젝트를 진행하면서, 회사채 또는 시설대자금 형태로 대출받은 금액은 2.8조원 수준이다. 자금 상환은 2019년부터 시작되는데, 연평균 4,800억원 수준이다. 연간 순이익 규모가 1.2조원을 넘어서면 배당성향 60%를 유지하더라도, 차입금 상환이 충분하다. 부언하면, 연도별 차입금 만기 규모는 ‘2019년 4,350억원, 2020년 3,600억원, 2021년 6,300억원, 2022년 4,600억원, 2023년 1,400억원, 2024년 3,300억원, 2025년 9,400억원’ 등이다.[표9]

표 8. S-Oil(주) 배당지급 여력 점검 : 주당 배당액 2017년 5,900원, 2018년 6,400원(e), 2019년 7,800원(e)

[연간 현금 창출 능력]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
[영업활동 현금유입, A]	20,764	12,610	7,135	5,230	14,199	17,432	15,908	20,508	24,145
재고평가 제외 영업이익	17,179	9,103	3,624	1,976	11,476	14,666	13,183	16,641	20,002
감가상각비	3,758	3,912	3,678	3,397	2,732	2,784	2,784	3,984	4,384
순이자수익	-173	-404	-167	-143	-9	-18	-59	-117	-241
[정상적인 현금유출, B=a+b+50*c]	9,199	2,595	4,897	5,263	7,622	11,080	18,251	15,560	8,815
법인세(a)	3,927	1,338	976	-977	1,814	3,697	3,984	4,060	4,815
총 Capex	7,273	1,257	3,921	8,835	7,260	10,794	25,054	19,000	4,000
Capex(통상비용, b)	3,270	1,257	3,921	3,645	4,356	3,972	3,481	4,000	4,000
Capex(특별 프로젝트, c)	4,003			5,190	2,904	6,822	21,573	15,000	
[정상적인 잉여현금창출 규모, C=A-B]	11,565	10,015	2,238	-33	6,577	6,352	-2,343	4,948	15,330
만기도록 차입금(D)									4,350
[배당지급여력, E=C-D]	11,565	10,015	2,238	-33	6,577	6,352	-2,343	4,948	10,980
[배당성향(배당액/순이익)	47%	53%	53%	-6%	44%	60%	55%	60%	60%
순이익	11,910	5,852	2,896	-2,878	6,314	12,054	12,465	12,450	15,115
배당액	5,589	3,086	1,549	176	2,795	7,219	6,870	7,470	9,069
주당 배당액 (원/주)	4,800	2,650	1,330	150	2,400	6,200	5,900	6,400	7,800

자료: S-Oil, 유인타증권 리서치센터

표 9. S-Oil(주) 재무구조 : 차입금 만기 2019년 4,350 억원, 2020년 3,600 억원, 2021년 6,300 억원

구 분	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018.3월
[재무 상태]								
현금성자산	11,720	11,801	9,569	11,601	27,271	42,011	21,911	26,756
현금	8,770	4,344	5,846	7,115	2,012	7,674	4,800	17,836
단기 금융상품	2,950	7,457	3,723	4,486	25,259	34,337	17,111	8,920
차입금	37,431	31,019	32,065	36,376	35,952	46,488	48,442	54,989
단기차입금	30,541	25,171	25,329	23,192	15,825	17,281	13,554	18,131
회사채	6,642	5,571	6,488	12,225	16,220	23,209	26,703	26,706
장기차입금	248	277	248	959	3,908	5,998	8,185	10,152
[차입금 만기 구조]								
장기차입금 (만기일)	248	277	248	959	3,908	5,998	8,185	10,152
2024.7.31								589
2025.12.30								9,409
회사채 (만기일)	6,642	5,571	6,488	12,225	16,220	23,209	26,703	26,706
2019.6.26								1,800
2019.8.28								1,000 2019년 합계
2019.11.27								1,550 4,350
2020.9.19								1,300 2020년 합계
2020.10.29								2,300 3,600
2021.4.18								2,300
2021.6.26								1,100
2021.9.2								2,100 2021년 합계
2021.11.27								800 6,300
2022.2.22								2,300
2022.8.28								500
2022.9.19								1,100 2022년 합계
2022.10.29								700 4,600
2023.4.18								600 2023년 합계
2023.9.2								800 1,400
2024.2.22								1,100
2024.6.26								700
2024.9.19								600 2024년 합계
2024.11.27								1,300 3,700
2025.10.29								1,000
2026.4.18								600
2026.9.2								600
2027.2.22								600
순현금	-25,711	-19,218	-22,495	-24,775	-8,681	-4,477	-26,531	-28,233

자료: S-Oil, 유안타증권 리서치센터

(5) 2019년부터 IMO(국제해사기구) 환경규제가 오히려 호재로…

2019년부터 IMO 선박연료 품질기준 강화 영향권에 진입하는데, S-Oil(주)은 완벽하게 손실위험을 해소시킴

이르면, 2019년부터 글로벌 정유사는 IMO(International Maritime Organization, 국제해사기구)의 선박연료에 대한 신규 환경규제 영향권에 접어들게 된다. 고유황 선박연료(High Sulphur Fuel Oil) 수요 및 스프레드 악화 속에 선박용 경유(50ppm Diesel) 수익은 개선될 것이 확실시 되고 있다. 특히, S-Oil(주)은 2018년 6월 신규 프로젝트가 완공되면서, 선박연료, 화력발전 연료, 아스팔트 등에 사용되는 고유황 중유 생산량을 '0'으로 만들었다. 국내 정유사 가운데, 가장 빨리 그리고 가장 완벽하게 IMO 환경기준 강화에 따른 손실 위험(Risk)을 없앴다고 평가할 수 있다.

IMO(국제해사기구)는 2020년 1월 1일부터 상업용선박 9만척에서 배출되는 연료가스의 황함유량 기준을 350ppm에서 50ppm으로 낮춰

IMO는 2020년 1월 1일부터, 회원국의 선박에서 발생되는 황함유량 기준치를 기존 350ppm에서 50ppm으로 강제로 낮추면서, 배출가스 오염을 줄이도록 유도하고 있다. 파리기후협약에 따라 해상 선박을 통한 대기질 개선을 위한 조치이다. 상업용 선박 90,000척이 규제 대상이며, 기존 선박에서 배출가스에 포함된 황함유량은 평균 250ppm 수준이다.

정유사 입장에서 IMO 기준 강화에 주목해야 할 점은 1) 선박 소유주의 선택, 2) 해상 선박연료 소비 패턴의 변화, 3) 제품별 정제마진 변화와 이에 따른 4) 정유사 실적 영향이 될 것이다.

선박 소유주의 선택은 30~40%는 Scrubber 설치, 나머지 60~70%는 저유황 중유 또는 해상용 경유로 연료 대체 등으로 진행 예상

새로운 IMO 기준 하에서 선박 소유주가 선택할 수 있는 수단은 ① 50ppm 저유황연료유(Low Sulphur Fuel Oil)로 연료를 바꾸거나, ② 50ppm 해상용 경유(Marine Gasoil)를 사용하거나, ③ 기존 350ppm 고유황연료를 사용하면서 배출되는 가스에서 황함유량을 낮추는 설비인 Scrubber를 설치하거나, ④ 청정연료인 LNG 등으로 연료/엔진을 완전 교체하는 등 4가지로 요약된다.

이중에 50ppm 저유황 연료나 해상용 경유로 연료를 바꾸는 것은 2020년 적용시기부터 선택하면 되지만, Scrubber(스크러버) 설치를 위해서는 투자가 미리 진행되어야 한다. Scrubber 1개를 설치할 경우 필요한 투자액은 35억원 내외 수준이며, 1,000개 정도가 하루에 10만배럴 정도의 고유황연료유에서 배출되는 황을 기준 이하로 낮출 수 있다. 선령(선박나이)이 10년 이내일 경우 경제성이 담보된다. 글로벌 선박의 30~40% 정도가 Scrubber 설치가 가능한 것으로 알려지고 있는데, 전체 교체될 경우 투자규모는 40조원 정도에 이르게 된다. 반면, LNG로 엔진자체를 바꾸는 투자는 기존 선박이 대상이 아니라, 신규 건조 선박이 대상될 것이다.

IMO 기준강화로 수요량이 줄어드는 주요 티켓은 고유황중유(HSFO) 313만 배럴/일

선박 소유주의 환경규제 방법 선택에 따라, 해상 선박용 연료 사용량의 변화가 발생된다. 2017년 기준 선박용 해상연료 소비량은 하루 378만배럴로, 글로벌 정유제품 소비량의 3.9%를 차지하고 있다. 해상 연료 하루 소비량 378만배럴을 다시 나누어 보면, 50ppm 이하의 해상용 경유 75만배럴과 평균 250ppm의 고유황중유 313만배럴로 이루어져 있다. IMO 기준 강화로 수요가 줄어드는 주요 티켓은 '고유황중유(HSFO) 313만배럴'이다.

표 10. IMO 환경기준 강화에 따른 글로벌 선박용 연료 수요 변화 : 초기에는 경유수요 증가한 후 저유황중유와 스크러버로 전환

해상연료 종류	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
해상용경유	77.3	72.9	74.5	75.6	76.7	173.6	122.9	90.5	77.3
저유황중유	0	0	0	0	0	96.9	149.6	184.9	201.8
고유황중유	288.3	304.9	312.6	318.0	323.1	129.2	129.2	129.2	129.2
합 계	365.6	377.8	387.2	393.7	399.7	399.7	401.7	404.7	408.4
증가율		3.3%	2.5%	1.7%	1.5%	0.0%	0.5%	0.7%	0.9%

자료: IEA(Oil 2018)

[표10]에 정리한 것처럼, 선박연료 기준 강화로 선박용 엔진 연료에 대한 소비 구조는 궁극적으로 ‘고유황중유(HSFO) 30 ~ 40%, 50ppm 이하의 저유황중유 60 ~ 70%’로 전환될 것으로 예상해 볼 수 있다. 구체적으로, 기존 고유황중유 사용량 313만배럴 중에 100 ~ 120만배럴은 기존 연료를 그대로 사용하는 대신, 선령 10년 이하의 선박에 대해서는 Scrubber(배출가스 집진설비) 설치를 선택할 가능성이 높기 때문이다. 정유사에서 설치비용을 부담하려는 움직임도 이런 가능성 을 높여주고 있다. 반면, 정유사로부터 설치 지원을 받지 못하는 선박의 경우 비싸더라도 저유황중유(LSFO)로 연료를 바꿀것으로 보이는데, 하루 200만배럴 규모에 이를 것으로 보인다.

2020 ~ 2022년 도입초기에는 해상용경유로 연료대체가 진행된 후, 정유사 탈황설비가 갖춰지면 저유황중유 수요가 증가할 것

그러나, 도입초기인 2019년 중반 ~ 2022년까지는 과도기로, 해상용경유 소비량이 커질 것이다. 선박용 Scrubber 설치가 단계적으로 진행될 뿐만 아니라, 저유황중유(LSFO)를 생산할 수 있는 정유사의 업그레이딩 설비(탈황설비 등) 투자도 2 ~ 3년의 시간이 필요하고, 하루 10만배럴 규모의 고도화투자비는 3.5조원을 넘어서기 때문이다. 이런 이유에서 Scrubber와 저유황중유 공급이 부족한 초기에는 50ppm용 해상용경유(Marine Gasoil) 구매가 집중될 가능성이 높다. 기존에 사용되고 있던 일일 소비량 76만배럴에서 최소 100만배럴이 늘어나 하루 소비량이 170만배럴로 증가할 수 있다. 그러나, 상대적으로 높은 경유가격으로 인해, Scrubber 설비 선박과 저유황중유 설비가 확대되면서 50ppm 해상용경유 소비량은 다시 원점으로 되돌아 갈 것으로 보인다.

IMO의 선박의 배출가스 규제 강화가 국내 정유사의 손익에는 어떤 영향을 미칠 것인가? ① 글로벌 수요 변화에 따른 중유마진(악화)과 경유마진(개선)의 상충관계와 ② 각 정유사의 고유황중유 생산량 축소 여부 등이 정유사 실적에 가장 중요한 변수이다.

IMO 선박연료 기준 강화 초기에 고유황중유 마진은 지금보다 △20\$ 더 악화되지만, 해상용 경유(50ppm) 마진은 +13\$ 개선될 것

첫째, 고유황중유 마진은 △20\$ 정도 낮아지고, 저유황중유와 50ppm 해상용경유는 +13\$ 정도 개선될 전망이다. [표11]은 3개 주요 예측기관(IHS, PIRA, FACT)이 예측한 IMO 기준 강화 전후의 선박연료 스프레드 전망이다. 종합해 보면, 수요가 줄어들게 되는 고유황중유 1배럴당 마진(=고유황중유 - 두바이)은 2018년 △7\$ 정도에서 2020 ~ 2021년 △27\$로, 약 △20\$로 급락을 피할 수 없어 보인다. 반면, IMO 새기준 적용 초기에 단기에 수요가 몰릴 것으로 예상되는 50ppm 해상용경유 마진(=50ppm경유 - 두바이)은 2018년 +15\$에서 2020 ~ 2021년 +27\$ 내외로, +13\$이 높아질 수 있다. 여기서 주의할 점이 있다. 글로벌 전체 경유 시장에서 50ppm해상용경유가 차지하는 비중이 8% 수준이기 때문에 ‘50ppm 경유마진 13\$ 개선 = 전체 경유마진 1.1\$ 개선’을 의미한다.

표 11. IMO 환경기준 강화에 따른 선박연료 스프레드 변화 : 고유황중유 △20\$ 하락 vs 50ppm 해상용경유 +13\$ 개선

구 분	저유황중유 스프레드(=LSFO-Oil)				고유황중유 스프레드(=HSFO-Oil)				50ppm Diesel 스프레드(=Diesel-Oil)								
	IHS		PIRA		FACT		평균		IHS		PIRA		FACT		평균		
	달러/배럴	달러/배럴	달러/배럴	달러/배럴	달러/배럴	달러/배럴	달러/배럴	달러/배럴	달러/배럴	달러/배럴	달러/배럴	달러/배럴	달러/배럴	달러/배럴	달러/배럴	달러/배럴	
2018	4.8	9.0	3.9	5.9	-	7.1	-	9.0	-	6.9	-	7.7	-	12.7	17.1	12.4	14.1
2019	5.2	9.0	9.3	7.8	-	12.6	-	14.2	-	8.2	-	11.7	-	17.7	22.4	14.5	18.2
2020	27.9	16.5	9.4	17.9	-	43.7	-	20.5	-	22.5	-	28.9	-	35.1	28.1	18.9	27.4
2021	26.3	15.3	9.6	17.1	-	40.0	-	18.2	-	21.9	-	26.7	-	33.8	26.1	18.8	26.2
2022	20.4	14.6	9.7	14.9	-	27.0	-	15.9	-	20.3	-	21.1	-	28.9	24.7	18.3	24.0
2023	10.5	13.9	7.3	10.6	-	15.3	-	14.0	-	17.8	-	15.7	-	25.3	23.4	16.2	21.6
2024	9.7	13.1	5.6	9.5	-	13.0	-	12.3	-	14.4	-	13.2	-	24.8	22.0	14.9	20.6
2025	9.4	12.2	3.4	8.3	-	12.0	-	11.0	-	12.9	-	12.0	-	24.8	20.7	13.7	19.7
2026	9.5	11.7	2.7	8.0	-	12.3	-	10.0	-	12.1	-	11.5	-	25.2	19.8	13.1	19.4
2027	9.7	11.2	2.5	7.8	-	12.6	-	9.4	-	11.8	-	11.3	-	25.7	19.0	13.1	19.3
2028	9.9	11.1	2.7	7.9	-	12.8	-	9.1	-	11.8	-	11.2	-	26.2	18.9	13.2	19.4
2029	10.1	11.3	2.9	8.1	-	13.1	-	8.7	-	11.4	-	11.1	-	26.7	19.0	13.4	19.7
2030	10.3	11.5	2.9	8.2	-	13.4	-	8.5	-	11.2	-	11.0	-	27.2	19.2	13.3	19.9

자료: SK 이노베이션(IHS, PIRA, FACT 전망기관 자료를 취합한 것임)

정유사의 대응전략은 1) 탈황설비 투자로 기존 중유에서 황함유량을 축소하는 방법, 2) 고도화설비 투자로 고유황중유 생산량을 줄이는 방법 등이 있는데, 국내 정유사 가운데 S-Oil(주)이 가장 적극적

둘째, 고유황중유 생산량 축소에 가장 적극적인 국내 정유사는 S-Oil(주)이다. 2015 ~ 2018년 잔 사유업그레이딩설비(Residue Upgrading Complex) 투자를 통해, 중유생산량(중유, 블렌딩, 아스팔트 등 포함, 윤활기유 원료인 UCO는 제외함) 판매비중을 10%에서 0%로 낮추었다. 하루에 중유 6.5만배럴을 촉매 분해해, 휘발유, 프로필렌 등으로 바꾸게 되었다. 다음으로, 적극적인 기업은 SK이노베이션(주)으로, 2020년 2분기 완공을 목표로 1조원을 들여 고유황중유 4만배럴에서 황을 제거하는 탈황설비에 대한 투자를 진행하고 있다. 탈황설비가 완공되면, 고유황중유 판매비중이 10%에서 5.4% 수준으로 낮아지는 대신, 저유황중유 판매비중이 높아진다. 국내 정유사 가운데, 중유생산 비중이 가장 높은 현대오일뱅크(주)의 경우, 중유 일산 4.5만배럴로 에틸렌 등 석화설비를 짓기 위한 계획을 롯데케미칼(주)과 동시에 진행하고 있다. 2018년 하반기 설계를 거쳐, 2022년 정도에 완공할 계획이다.

IMO 2020 기준이 영향이 시작되는 2019년부터 S-Oil(주)은 1,000억원 정도의 영업이익 증가 효과를 기대할 수 있어…

셋째, IMO 2020년 신규 규제가 적용되기 시작하면, ‘고유황중유 판매량이 적고 경유 판매량이 많은 정유사’에 유리하다. [표12]에 정리한 것처럼, S-Oil(주) 영업이익은 약 1,000억원이 증가하는 효과를 가진는데, 국내 정유사 가운데 가장 긍정적이다. 2018년 고도화설비 완공으로 중유 판매량을 없애면서 고유황중유 마진 급락 위험을 회피할 수 있기 때문이다. 뿐만 아니라, 해상용 경유마진 상승 효과가 전체 경유 마진 개선으로 이어지면서, 추가이익을 얻을 수 있기 때문이다.

부연하면, SK이노베이션(주)은 약 △1,000억원 규모의 이익이 감소할 수 있다. 탈황설비 구축에도 불구하고, 고유황중유 판매량이 절반 정도 줄어들기 때문이다. 만일, 탈황설비투자를 진행하지 않았으면 영업이익은 △6,400억원 줄어들었으나, 이를 방어할 수 있을 것으로 평가된다. Super Heavy 원유(황함유량이 가장 높은 저질 원유)를 15% 정도 사용하는 현대오일뱅크(주)는 석화설비 완성전까지 연간 △5,700 억원 규모의 이익 감소 영향이 발생될 것으로 추정된다.

표 12. IMO 환경기준 강화에 국내 정유사 손익 영향 : S-Oil(주) 영업이익 +982 억원 증가

주요 업체	IMO 받는 제품	스프레드 변화	환율	영업순의 증감 (억원, 연간)	비고
SK이노베이션	고유황 중유판매량(배럴/일)	스프레드 하락(\$)			정유설비 111만b/d 중에 중유(아스팔트 포함) 비중
	2020년 2분기	59,900	-20	1100	10%에서 탈황설비 이후 5.4%로 낮아짐
	4만b/d 탈황처리	저유황 중유판매량(배럴/일)	스프레드 상승(\$)		탈황처리설비 완공으로, 저유황중유 4만b/d 판매함
	효과 반영	40,000	13	1100	2088
S-Oil	디젤판매량(배럴/일)	스프레드 상승(\$)			글로벌 경유에서 50ppm 경유가 차지하는 비중이 8% 수준
	2018년 2분기	369,630	1.1	1100	50ppm 스프레드 13\$개선되면, 전체 경유마진은 1.1\$ 개선
	효과 반영				-1090
	총 손익 영향				
현대오일뱅크	고유황 중유판매량(배럴/일)	스프레드 하락(\$)			정유설비 65만b/d 중에 중유(아스팔트 포함) 비중
	2022년	-	-20	1100	10%에서 2018년 고도화투자로 비중이 0%로 없어짐
	4.5만b/d 석화설비	디젤판매량(배럴/일)	스프레드 상승(\$)		경유생산비중 38%
	미반영	222,300	1.1	1100	982
4.5만b/d 석화설비	총 손익 영향				982
	고유황 중유판매량(배럴/일)	스프레드 하락(\$)			정유설비 47만b/d 중에 중유(아스팔트 포함) 비중
	2022년	80,370	-20	1100	18% 수준
	미반영	156,275	1.1	1100	690
	총 손익 영향				-5764

자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	163,218	208,914	239,932	296,084	247,194
매출원가	140,209	187,831	213,677	264,777	219,337
매출총이익	23,010	21,082	26,255	31,307	27,857
판관비	6,841	7,350	8,414	10,455	8,729
영업이익	16,169	13,733	17,841	20,852	19,128
EBITDA	19,036	16,674	21,828	25,128	23,399
영업외손익	-418	2,716	-1,331	-921	-670
외환관련손익	-672	2,416	-944	-280	0
이자손익	-18	-59	-475	-709	-671
관계기업관련손익	66	51	68	68	0
기타	206	307	20	0	0
법인세비용차감전순이익	15,751	16,449	16,510	19,931	18,457
법인세비용	3,697	3,984	4,060	4,815	4,467
계속사업순이익	12,054	12,465	12,450	15,115	13,991
증단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	12,054	12,465	12,450	15,115	13,991
지배지분순이익	12,054	12,465	12,450	15,115	13,991
포괄순이익	12,113	12,544	12,468	15,115	13,991
지배지분포괄이익	12,113	12,544	12,468	15,115	0

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	79,744	67,748	74,463	84,774	80,024
현금및현금성자산	7,674	4,801	15,556	12,737	27,841
매출채권 및 기타채권	13,259	17,514	18,205	22,641	18,947
재고자산	24,234	27,907	32,900	41,594	34,354
비유동자산	59,846	83,126	97,367	100,825	103,471
유형자산	57,108	79,687	94,070	97,531	100,243
관계기업등 지분관련자산	333	324	342	410	410
기타투자자산	901	923	499	499	499
자산총계	139,590	150,875	171,830	185,599	183,495
유동부채	48,328	45,444	64,280	69,944	68,255
매입채무 및 기타채무	21,691	27,764	27,364	30,988	27,415
단기차입금	17,886	13,554	18,681	19,631	16,110
유동성장기부채	3,573	142	5,892	6,981	12,387
비유동부채	27,347	37,004	33,526	34,398	29,002
장기차입금	5,924	8,044	4,299	3,172	-2,225
사채	19,712	26,703	26,706	28,706	28,706
부채총계	75,674	82,448	97,806	104,342	97,256
지배지분	63,916	68,426	74,025	81,257	86,239
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
자본잉여금	13,315	13,315	13,315	13,315	13,315
이익잉여금	47,454	51,981	57,561	64,794	69,776
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	63,916	68,426	74,025	81,257	86,239
순차입금	4,962	26,218	34,301	40,032	30,335
총차입금	47,095	48,442	55,578	58,490	54,978

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	17,220	11,433	13,763	13,584	29,046
당기순이익	12,054	12,465	12,450	15,115	13,991
감가상각비	2,784	2,854	3,910	4,205	4,205
외환손익	988	-803	800	280	-1
증속,관계기업관련손익	-66	-51	-68	-68	0
자산부채의 증감	-1,882	-2,363	-4,018	-6,201	10,610
기타현금흐름	3,343	-668	690	252	241
투자활동 현금흐름	-19,669	-8,322	-4,964	-7,403	2,259
투자자산	-9,357	16,022	8,190	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-10,636	-24,141	-16,766	-7,667	-6,917
유형자산 감소	71	26	0	0	0
기타현금흐름	252	-229	3,611	264	9,176
재무활동 현금흐름	8,111	-5,983	375	-4,971	-12,521
단기차입금	0	0	550	951	-3,521
사채 및 장기차입금	10,208	2,051	6,694	1,962	9
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,096	-8,034	-6,870	-7,883	-9,009
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-2	1,582	-4,029	-3,680
현금의 증감	5,662	-2,874	10,756	-2,819	15,105
기초 현금	2,012	7,674	4,801	15,556	12,737
기말 현금	7,674	4,801	15,556	12,737	27,841
NOPLAT	16,169	13,733	17,841	20,852	19,128
FCF	2,723	-13,156	-3,344	6,223	22,463

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

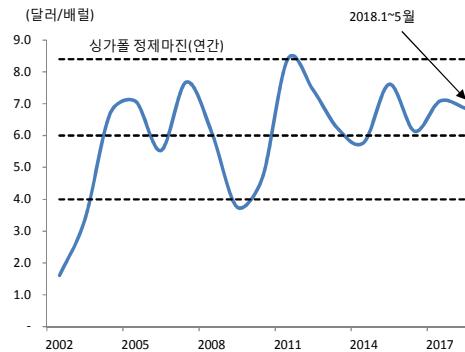
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	10,494	10,870	10,856	13,224	12,225
BPS	54,901	58,775	63,584	69,796	74,075
EBITDAPS	16,326	14,300	18,720	21,550	20,067
SPS	139,976	179,164	205,765	253,921	211,993
DPS	6,200	5,900	6,400	7,800	7,250
PER	7.8	9.8	10.1	8.3	9.0
PBR	1.5	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	5.2	8.9	7.4	6.7	6.7
PSR	0.6	0.6	0.5	0.4	0.5

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-8.8	28.0	14.8	23.4	-16.5
영업이익 증가율 (%)	97.8	-15.1	29.9	16.9	-8.3
지배순이익 증가율 (%)	90.9	3.4	-0.1	21.4	-7.4
매출총이익률 (%)	14.1	10.1	10.9	10.6	11.3
영업이익률 (%)	9.9	6.6	7.4	7.0	7.7
지배순이익률 (%)	7.4	6.0	5.2	5.1	5.7
EBITDA 마진 (%)	11.7	8.0	9.1	8.5	9.5
ROIC	19.0	12.7	13.2	13.7	12.2
ROA	9.7	8.6	7.7	8.5	7.6
ROE	20.5	18.8	17.5	19.5	16.7
부채비율 (%)	118.4	120.5	132.1	128.4	112.8
순차입금/자기자본 (%)	7.8	38.3	46.3	49.3	35.2
영업이익/금융비용 (배)	28.7	23.6	37.6	29.4	28.5

별첨 1. 싱가폴 정제마진 사이클(연간 추이)



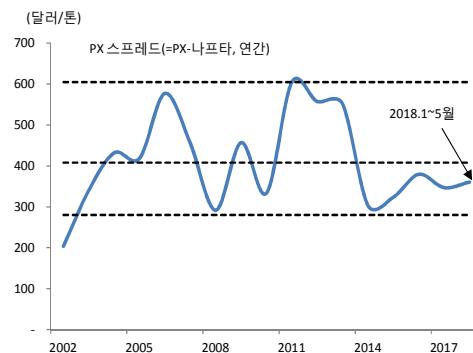
자료: 유인티증권 리서치센터

분기별 싱가폴 정제마진



자료: 유인티증권 리서치센터

별첨 2. PX(폴리에스터 원료) 스프레드 사이클(연간 추이)



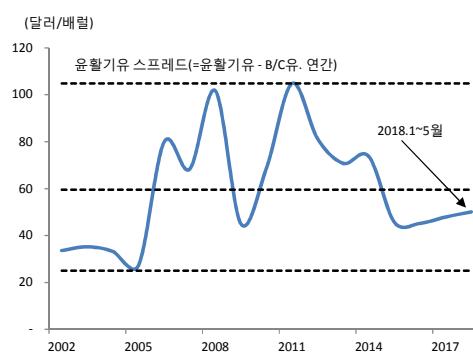
자료: 유인티증권 리서치센터

분기별 PX 스프레드



자료: 유인티증권 리서치센터

별첨 3. 윤활기유 스프레드 사이클(연간 추이)



자료: 유인티증권 리서치센터

분기별 윤활기유 스프레드



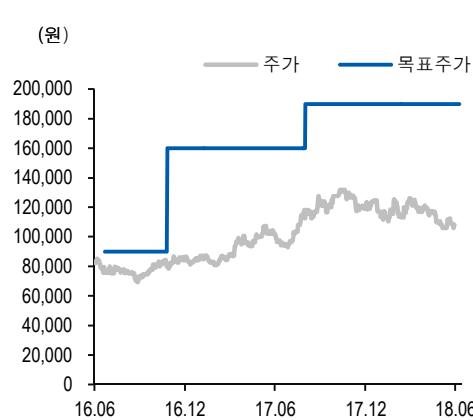
자료: 유인티증권 리서치센터

별첨 4. 국내 정유 4 개사 대형설비 생산능력 비교 :

구 분	2012년 생산능력	설비 변동						2018년 생산능력
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	
SK에너지								
상압정제설비(A,만b/d)	111.5							111.5
촉매분해설비(B,만b/d)	12.7							12.7
수소첨가설비(C,만b/d)	4.5							4.5
중유분해설비 비율((B+C)/A)	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%
PX(만톤/년)	75.0		230.0					305.0
윤활기유(만b/d)	5.9			1.3				7.2
GS칼텍스								
상압정제설비(A,만b/d)	77.0							77.0
촉매분해설비(B,만b/d)	9.3		5.3					14.6
수소첨가설비(C,만b/d)	12.0							12.0
중유분해설비 비율((B+C)/A)	27.7%	34.5%	34.5%	34.5%	34.5%	34.5%	34.5%	34.5%
PX(만톤/년)	135.0							135.0
윤활기유(만b/d)	2.6		0.4					3.0
S-Oil								
상압정제설비(A,만b/d)	65.0							65.0
촉매분해설비(B,만b/d)	7.3						7.6	14.9
수소첨가설비(C,만b/d)	7.6							7.6
중유분해설비 비율((B+C)/A)	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	34.6%	34.6%
PX(만톤/년)	170.0							170.0
PO(만톤/년)							30.0	30.0
윤활기유(만b/d)	3.7		0.3					4.0
현대오일뱅크								
상압정제설비(A,만b/d)	39.0						8.0	47.0
촉매분해설비(B,만b/d)			7.4					7.4
수소첨가설비(C,만b/d)	4.2						0.4	4.6
중유분해설비 비율((B+C)/A)	10.8%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	25.6%	25.6%
PX(만톤/년)	33.0		80.0					113.0
윤활기유(만b/d)				2.0			0.2	2.2

자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-06-04	Strong Buy	190,000	1년			
2017-08-04	Strong Buy	190,000	1년			
2016-10-28	Strong Buy	160,000	1년	-42.10	-26.25	
2016-04-04	HOLD	90,000	1년	-10.42	-	

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	85.5
Hold(중립)	12.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-06-02

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.