

2019. 1. 29



## ▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 130,000 원

현재주가 (1.28) 99,000 원

상승여력 31.3%

KOSPI 2,177.30pt

시가총액 111,457억원

발행주식수 11,258만주

유동주식비율 36.54%

외국인비중 78.66%

52주 최고/최저가 137,500원/91,000원

평균거래대금 313.6억원

## 주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 외 11 63.45

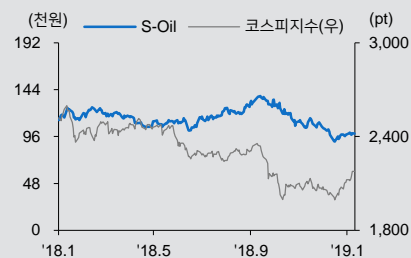
국민연금 6.07

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 1.3 -12.4 -14.3

상대주가 -5.0 -7.7 1.4

## 주가그래프



## S-Oil 010950

## 19년 이익 Turn-around

- ✓ 4Q18 영업적자 -2,924억원 기록: 15년 이후 3년만 첫 적자 기록  
: 정유 -5,016억원(재고손실 -3,910억원), 석유화학 1,584억원, 윤활기유 509억원
- ✓ 1Q19 이익 2,844억원, 19년 연간 1,2조원(+87% YoY) 추정  
: 정유: 2H19 IMO2020 황규제에 따라 등/경유 강세, 휘발유 마진 회복 흐름  
: 석유화학 P-X 상고하자, 윤활기유 저가 원재료(HSFO) 투입으로 마진 개선
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 13만원 유지

## 4Q18 영업적자 -2,924억원을 기록, 재고평가손실 -3,910억원 반영

4Q18 영업적자 -2,924억원을 기록, 이는 4Q15(-429억원) 이후 3년만에 첫 영업적자 전환이다. 정유부문(-5,016억원)은 유가 급락에 따른 재고평가손실(-3,910억원)과 저가법에 근거한 재고손실과 악화된 정제마진 탓이다. 석유제품별 동향은 휘발유 부진(글로벌 정유사 Full가동 유지에 따른 공급부담), 등/경유 약세(중국 내수 시장 둔화에 따른 수출량 증가, 난방유 수요 감소)이다. 18.11부 상업가동을 개시한 RUC&ODC의 이익 기여도는 미미했다. 석유화학은 벤젠 스프레드가 급감(-33% QoQ)했으나, P-X 스프레드 강세가 지속되었다. 윤활기유는 원재료의 긍정적 래깅 효과 발생으로 견조한 이익률을 기록했다.

## 19년 이익 대규모 Turn-around: 정유 마진 회복, 석유화학 P-X 강세

1Q19 영업이익 2,844억원, 19년 연간 이익 1,2조원을 추정한다. 1월 현재 Dubai유가는 60달러/배럴 수준에 안착했다. 1H19 이익 회복을 전망하는 근거는 유가 안정화와 연료비 절감이다. 또한 정제마진 반등 시점을 3월 이후로 전망한다. 이는 (1) 휘발유 마진 회복(상반기 정유사 정기보수 돌입으로 공급량 감소), (2) 2H19 IMO2020 황규제 이전 등/경유 재고확충 수요 발생이 예상된다. 또한 시장의 우려와 달리, 19년 P-X 스프레드는 상고하자 흐름의 강세기조를 이어가겠다. 이는 (1) 타이탄한수급 지속(19년 연말 이후 신규설비 가동), (2) 다운스트림 가동을 상승 때문이다.

## 투자의견 Buy와 적정주가 13만원 유지

정유업종 비중확대 전략과 동사에 투자의견 Buy, 적정주가 13만원을 유지한다. 이는 (1) 2H19 IMO2020 황규제 시행 이전 등/경유 수요 모멘텀, (2) RUC&ODC 가동률 회복으로 PO/PP의 이익 기여도 확대에 따른 이익 회복을 예상하기 때문이다.

(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
2018P	25,463.3	680.6	334.2	2,892	-73.4	54,669	33.8	1.8	12.8	5.1	167.4
2019E	22,797.9	1,272.5	1,102.1	9,597	231.9	58,528	10.3	1.7	5.8	16.7	157.2
2020E	24,964.2	1,371.5	1,138.8	9,909	3.3	62,302	10.0	1.6	5.5	16.2	152.3

표1 4Q18 S-Oil 실적 Review

(십억원)	4Q18P	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	6,861.3	5,814.4	18.0	7,187.9	-4.5	6,522.6	5.2	5,349.1	28.3
영업이익	-292.4	369.3	적자전환	315.7	적자전환	-76.8	280.6	-92.3	216.7
세전이익	-357.9	526.9	적자전환	315.5	적자전환	-1.1	32,432.9	75.7	-572.7
순이익	-247.8	386.9	적자전환	229.9	적자전환	-5.1	4,759.8	56.7	-537.1

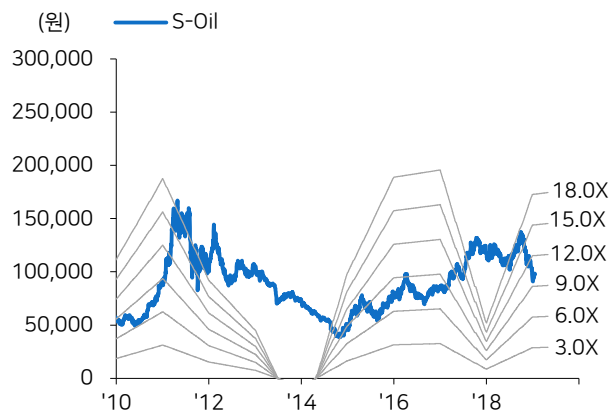
자료: 메리츠증권리서치센터

표2 S-OIL 부문별 실적추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018P	2019E	2020E
매출액	5,411.0	6,003.1	7,187.9	6,861.3	5,396.6	5,710.6	5,755.2	5,935.4	25,463.2	22,797.8	24,964.2
정유	4,341.3	4,754.1	5,728.1	5,303.0	3,910.8	4,133.8	4,165.4	4,358.2	20,126.5	16,568.2	18,565.4
석유화학	690.2	829.3	1,050.4	1,131.5	1,060.8	1,168.8	1,183.2	1,166.5	3,701.4	4,579.3	4,738.2
운할기유	379.5	419.7	409.4	426.8	425.0	408.0	406.6	410.7	1,635.4	1,650.3	1,660.4
영업이익	254.5	402.6	315.7	-292.4	284.4	296.9	361.9	329.2	680.4	1,272.4	1,371.4
%OP	4.7%	6.7%	4.4%	-4.3%	5.3%	5.2%	6.3%	5.5%	2.7%	5.6%	5.5%
정유	90.4	305.2	170.4	-501.6	71.2	24.4	97.6	74.7	64.4	267.9	574.4
석유화학	81.0	16.5	102.1	158.4	170.3	214.2	206.6	203.0	358.0	794.1	562.1
운할기유	84.1	80.9	43.2	50.9	42.9	58.3	57.8	51.5	259.1	210.5	234.8
세전이익	258.2	214.5	315.5	-357.9	277.4	439.9	354.9	397.2	430.3	1,469.4	1,518.4
순이익(지배주주)	188.7	163.2	229.9	-247.8	208.1	330.0	266.2	297.9	334.0	1,102.2	1,138.9
% YoY											
매출액	4.1%	28.7%	37.9%	18.0%	-0.3%	-4.9%	-19.9%	-13.5%	21.9%	-10.5%	9.5%
영업이익	-23.7%	243.2%	-42.9%	적전	11.7%	-26.3%	14.6%	흑전	-50.5%	87.0%	7.8%
세전이익	-50.3%	201.7%	-40.1%	적전	7.4%	105.1%	12.5%	흑전	-73.8%	241.5%	3.3%
당기순이익	-52.1%	143.9%	-42.3%	적전	10.3%	102.2%	15.8%	흑전	-73.2%	230.0%	3.3%
% QoQ											
매출액	-6.9%	10.9%	19.7%	-4.5%	-21.3%	5.8%	0.8%	3.1%			
영업이익	-31.1%	58.2%	-21.6%	적전	흑전	4.4%	21.9%	-9.0%			
세전이익	-51.0%	-16.9%	47.1%	적전	흑전	58.6%	-19.3%	11.9%			
당기순이익	-51.2%	-13.5%	40.9%	적전	흑전	58.6%	-19.3%	11.9%			

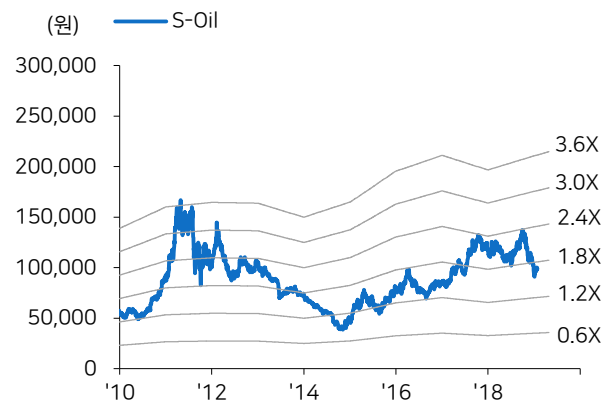
자료: 메리츠증권리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



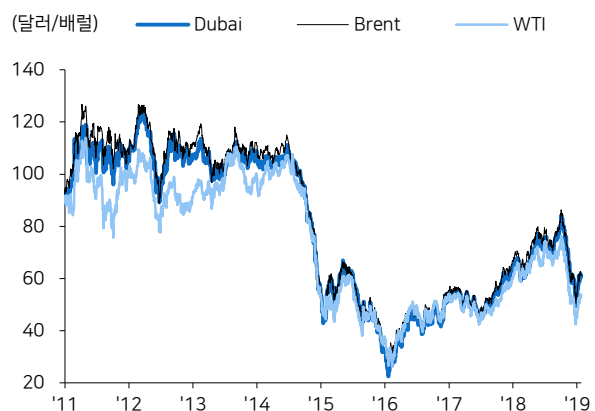
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드



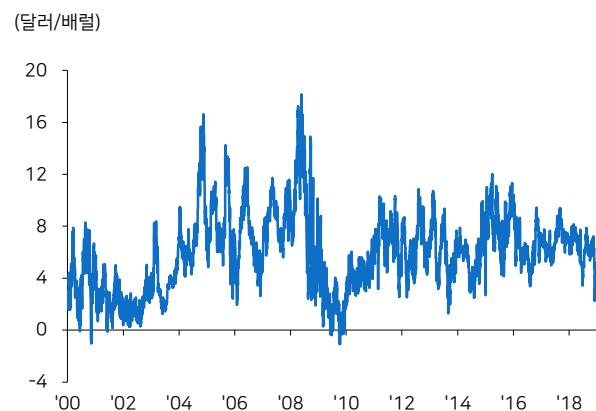
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 국제유가 흐름



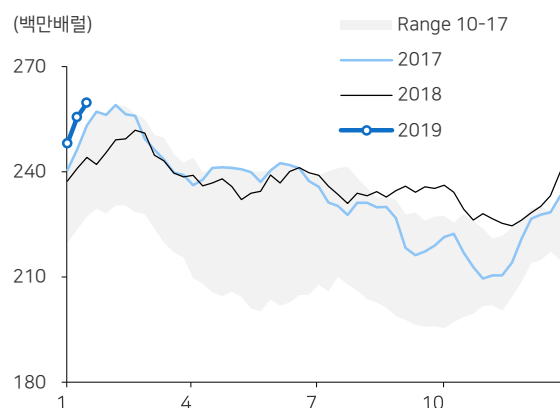
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 정제마진 흐름



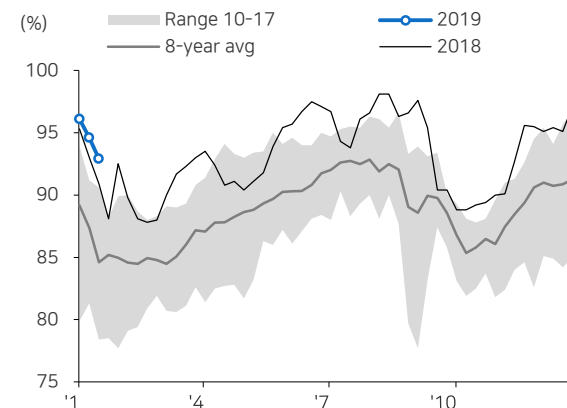
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 미국 휘발유 재고량



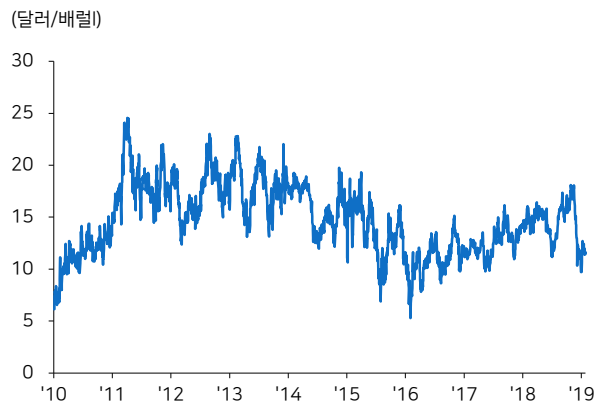
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 미국 정유사 가동률



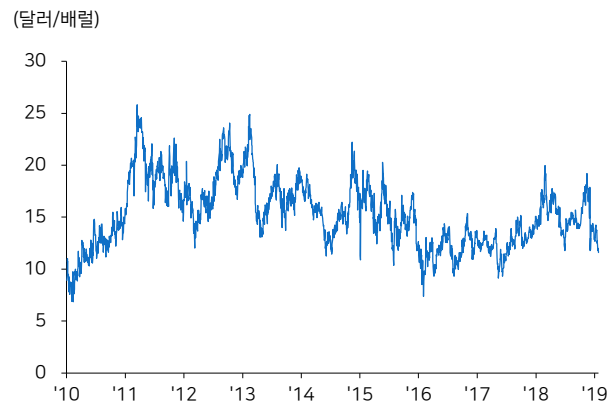
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 디젤 마진 흐름



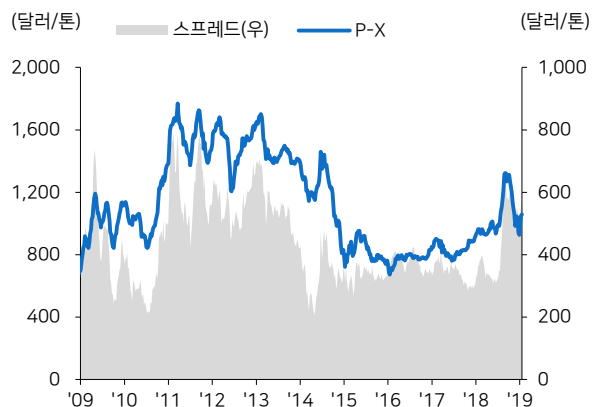
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 Jet 유 마진 흐름



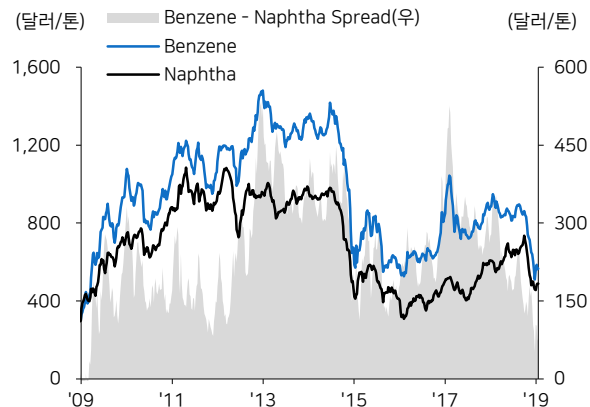
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 P-X 스프레드 흐름



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 벤젠 스프레드 흐름



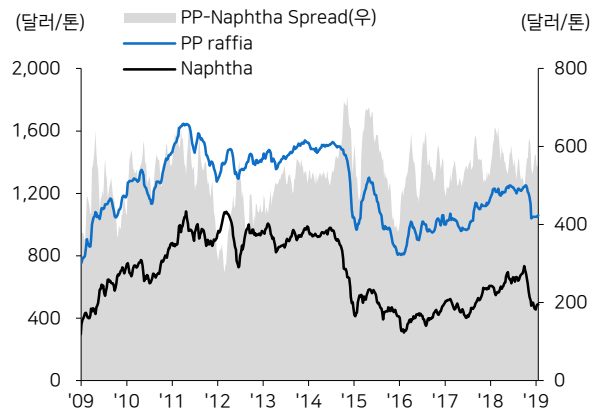
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 PO 가격 흐름



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 PP 스프레드 흐름



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**표3 19년 북미 정유설비 정기보수 일정: 총 372.7만배럴/일 규모 정기보수 실시 예정**

정유시설	위치	생산능력(천배럴/일)	시작	종료
PES Philadelphia Refinery	PADD I	303.8	2019-01-15	2019-03-04
ExxonMobil Joliet Refinery	PADD II	123.6	2019-04-01	2019-04-30
HollyFrontier Tulsa East Ref	PADD II	179.4	2019-02-15	2019-04-04
BP Whiting Refinery	PADD II	75.0	2019-03-01	2019-03-31
CHS McPherson Refinery	PADD II	81.3	2019-03-15	2019-04-28
Wynnewood Refinery	PADD II	67.1	2019-02-01	2019-03-31
ExxonMobil Joliet Refinery	PADD II	238.6	2019-01-02	2019-02-15
Shell Norco Refinery	PADD III	123.1	2019-03-15	2019-04-19
Exxon Mobil Baytown Refinery	PADD III	635.7	2019-02-01	2019-04-05
Delek El Dorado Refinery	PADD III	296.6	2019-01-02	2019-02-15
Phillips 66 Sweeny Refinery	PADD III	139.9	2019-01-30	2019-03-01
Chalmette Refinery	PADD III	462.4	2019-01-05	2019-02-04
Shell Norco Refinery	PADD III	55.8	2019-01-07	2019-01-16
Valero Houston Refinery	PADD III	68.3	2019-04-01	2019-04-30
Total Port Arthur Refinery	PADD III	105.8	2019-01-18	2019-02-22
Citgo Corpus Christi Refinery	PADD III	157.5	2019-02-01	2019-03-02
ExxonMobil Baton Rouge Ref	PADD III	227.5	2019-02-17	2019-04-10
Valero Texas City Refinery	PADD III	171.5	2019-02-01	2019-02-28
Shell Norco Refinery	PADD III	21.0	2019-06-01	2019-07-01
Shell Anacortes Puget Refinery	PADD V	65.0	2019-01-20	2019-04-10
Marathon Los Angeles Refinery	PADD V	128.5	2019-01-03	2019-10-31

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## S-Oil (010950)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,321.8	20,891.4	25,463.3	22,797.9	24,964.2
매출액증가율 (%)	-8.8	28.0	21.9	-10.5	9.5
매출원가	14,020.9	18,783.1	24,223.6	21,165.8	23,199.7
매출총이익	2,301.0	2,108.2	1,239.7	1,632.1	1,764.6
판매관리비	684.1	735.0	559.1	359.6	393.1
영업이익	1,616.9	1,373.3	680.6	1,272.5	1,371.5
영업이익률	9.9	6.6	2.7	5.6	5.5
금융손익	-59.8	203.4	106.5	210.0	160.0
종속/관계기업손익	6.7	5.1	4.1	12.0	12.0
기타영업외손익	11.4	63.1	-361.3	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	1,575.1	1,644.9	429.9	1,469.5	1,518.5
법인세비용	369.7	398.4	96.2	367.4	379.6
당기순이익	1,205.4	1,246.5	334.2	1,102.1	1,138.8
지배주주지분 순이익	1,205.4	1,246.5	334.2	1,102.1	1,138.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,722.0	1,143.3	55.9	2,260.9	2,303.8
당기순이익(손실)	1,205.4	1,246.5	334.2	1,102.1	1,138.8
유형자산상각비	278.4	285.4	602.1	1,375.3	1,291.8
무형자산상각비	8.3	8.8	8.3	8.2	7.5
운전자본의 증감	-188.2	-236.3	-845.2	-212.7	-122.4
투자활동 현금흐름	-1,966.9	-832.2	-381.3	-757.0	-781.2
유형자산의증가(CAPEX)	-1,063.6	-2,414.1	-1,963.7	-793.2	-783.2
투자자산의감소(증가)	17.4	3.9	-18.3	31.9	3.8
재무활동 현금흐름	811.1	-598.3	1,175.4	342.5	-544.7
차입금의 증감	1,154.1	91.2	1,815.8	598.8	107.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	566.2	-287.4	850.1	1,846.4	977.9
기초현금	201.2	767.4	480.1	1,330.2	3,176.6
기말현금	767.4	480.1	1,330.2	3,176.6	4,154.4

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974.4	6,774.9	7,236.0	8,354.6	9,633.9
현금및현금성자산	767.4	480.1	1,330.2	3,176.6	4,154.4
매출채권	1,154.6	1,538.8	1,696.5	1,467.6	1,562.4
재고자산	2,423.4	2,790.7	3,664.8	3,170.3	3,375.2
비유동자산	5,984.6	8,312.6	9,810.4	9,200.2	8,692.3
유형자산	5,710.8	7,968.7	9,450.5	8,868.4	8,359.7
무형자산	54.5	105.2	102.2	94.0	86.5
투자자산	123.4	124.6	147.1	127.2	135.5
자산총계	13,959.0	15,087.5	17,046.3	17,554.8	18,326.2
유동부채	4,832.8	4,544.4	6,640.1	6,354.5	6,444.0
매입채무	1,140.7	1,733.3	2,045.4	1,769.4	1,883.8
단기차입금	1,788.6	1,355.4	2,444.6	2,524.6	2,584.6
유동성장기부채	357.3	14.2	404.0	414.0	434.0
비유동부채	2,734.7	3,700.4	4,031.5	4,375.6	4,617.5
사채	1,971.2	2,670.3	2,830.4	3,155.4	3,357.4
장기차입금	592.4	804.4	934.7	989.7	1,014.7
부채총계	7,567.4	8,244.8	10,671.6	10,730.1	11,061.5
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	24.8	24.8	24.8
이익잉여금	4,745.4	5,198.1	4,728.7	5,178.7	5,618.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,391.6	6,842.6	6,374.7	6,824.6	7,264.8

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	144,976	185,565	226,174	202,499	221,741
EPS(지배주주)	10,494	10,870	2,892	9,597	9,909
CFPS	16,875	16,574	10,337	25,234	24,922
EBITDAPS	16,909	14,811	11,467	23,591	23,723
BPS	54,814	58,682	54,669	58,528	62,302
DPS	6,200	5,900	2,200	5,600	6,000
배당수익률(%)	7.3	5.0	2.3	5.7	6.1
Valuation(Multiple)					
PER	8.1	10.8	33.8	10.3	10.0
PCR	5.0	7.1	9.5	3.9	4.0
PSR	0.6	0.6	0.4	0.5	0.4
PBR	1.5	2.0	1.8	1.7	1.6
EBITDA	1,903.6	1,667.4	1,291.0	2,656.0	2,670.8
EV/EBITDA	5.4	9.7	12.8	5.8	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.5	18.8	5.1	16.7	16.2
EBITDA 이익률	11.7	8.0	5.1	11.7	10.7
부채비율	118.4	120.5	167.4	157.2	152.3
금융비용부담률	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	28.7	23.6			
매출채권회전율(x)	14.9	15.5	15.7	14.4	16.5
재고자산회전율(x)	8.1	8.0	7.9	6.7	7.6

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

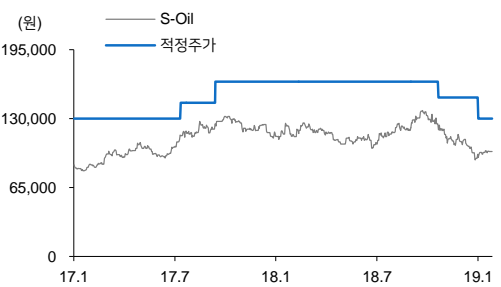
## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 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)	
2017.02.03	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-31.2	-22.7	
2017.04.19	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-28.6	-17.3	
2017.05.30	산업분석	Buy	130,000	노우호	-28.2	-17.3	
2017.06.12	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-28.0	-17.3	
2017.06.26	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-27.9	-17.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-27.0	-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	-28.5	-19.7	
2018.09.27	1년 경과				-20.4	-16.7	
2018.10.29	기업브리프	Buy	150,000	노우호	-20.8	-17.3	
2018.11.13	산업분석	Buy	150,000	노우호	-27.3	-17.3	
2019.01.08	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-26.3	-24.6	
2019.01.14	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-25.4	-23.4	
2019.01.22	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-24.9	-23.1	
2019.01.29	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-	-	