

2019. 5. 31



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 130,000 원

현재주가 (5.30) 82,300 원

상승여력 58.0%

KOSPI 2,038.80pt

시가총액 92,656억원

발행주식수 11,258만주

유동주식비율 36.54%

외국인비중 78.56%

52주 최고/최저가 137,500원/81,000원

평균거래대금 322.2억원

주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 외 12 63.45

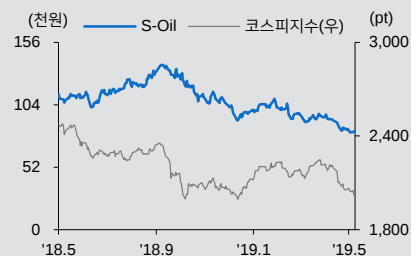
국민연금 6.07

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -10.7 -25.5 -22.4

상대주가 -3.5 -23.4 -8.3

주가그래프



S-Oil 010950

저점 매수를 논할 시점

- ✓ 2H19 키워드 '설비 정상화' : RUC&ODC, 그리고 P-X 가동률 회복
- ✓ 시장의 우려: P-X 급락, 정제마진 둔화, 신규 설비 트러블
 - P-X 신규증설 압박 여전하나, 적어도 올 하반기에는 타이트한 수급 예상
 - 2H19 WTI 디스카운트 해소 및 IMO 황산화물 규제 이전 가수요 효과 예상
- ✓ 투자이견 Buy와 적정주가 13만원 유지

1H19 주가 De-rating → 2H19 반등을 논할 시점

19년 동사 주가는 -15.8% YTD 급락했다. 이는 업황 부진에 따른 이익 시장 컨센서스 하향 조정 우려감과 18년 배당쇼크 때문이다. 동사의 2분기, 연간 영업이익은 각각 2,041억원(-24% QoQ), 1.1조원(+78% YoY)을 추정, 실적 예상치의 추가 하향 조정 가능성은 제한적이다. 올 상반기 실적 부진은 업황 부진과 설비 트러블에 따른 기저효과, 올 하반기는 이익 정상화를 예상한다.

2H19 Key-word: 정상화

19년 정유업종의 위협요인은 P-X 신규 증설압박과 정제마진 둔화 여부이다. 당사는 하반기 정제마진 회복을 예상한다. 이는 IMO 황산화물 규제에 따른 마진 회복 기대감 때문이다. 규제 시행까지 약 7개월이 남은 현재, 저유황유를 제외한 기타 2가지 대안(LNG추진 선박, 스크러버 장착)의 대응력이 낮아져, 하반기 등/경유의 신규 수요 창출과 가격 강세가 예상된다. 또한 WTI 디스카운트 해소(북미 원유 송유관 구축과 중국의 미국산 원유 수입 재개)에 따른 휘발유 공급량 감소가 예상되는 바, 과도한 수준으로 하락한 정제마진 정상화를 전망한다.

중국 Hengli의 6월 P-X 초기가동 발표에도 불구하고, (1) 중국 설비들의 가동 정상화 속도가 더딘 점, (2) 수익성이 악화된 소규모 P-X설비들 감산 가능성에 따른 수급 자정작용으로 적어도 올 연말까지 추가 가격 하락은 제한적이다. 또한 하반기 동사의 이익 체력 회복이 예상된다. 이는 5월 말 RUC&ODC 설비 점검 완료(7월 말 PO/PP 100% 가동도달), 8월 No.2 P-X 정기보수 종료에 따른 가동률 정상화 때문이다. 특히 PO는 전방 고객사 가동률 상승에 따른 Q 증가, P 상승으로 ODC 이익 기여도가 증가되겠다. 현 주가에서 저점 매수가 가능한 동사에 대해 투자이견 Buy와 적정주가 13만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2018	25,463.3	639.5	258.0	2,266	-79.2	55,480	43.1	1.8	17.1	3.9	146.6
2019E	23,587.7	1,138.3	917.6	8,060	255.8	60,595	10.1	1.3	6.1	13.6	134.1
2020E	24,877.4	1,541.1	1,266.1	11,121	38.0	67,857	7.3	1.2	4.6	16.9	122.0
2021E	25,721.1	1,593.2	1,305.2	11,469	3.1	75,454	7.1	1.1	4.3	15.6	111.9

표1 S-OIL 2Q19 실적 당사 예상치

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,875.5	6,003.1	-2.1	5,426.2	8.3	5,723.7	2.7
영업이익	204.1	402.6	-49.3	270.4	-24.5	242.3	-15.8
세전이익	347.1	214.5	61.8	157.2	120.8	207.0	67.7
순이익(지배주주)	260.3	163.2	59.5	113.6	129.1	153.7	69.4

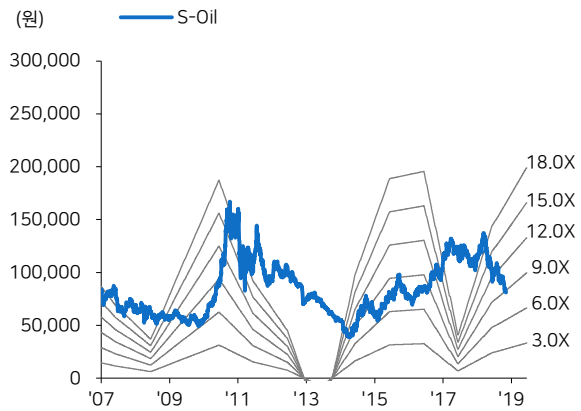
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 S-OIL 분기추정 table

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	5,410.9	6,003.1	7,187.9	6,861.3	5,426.2	5,875.5	6,135.8	6,150.2	25,463.2	23,587.7	24,877.4
정유	4,341.3	4,754.1	5,728.1	5,303.0	4,074.3	4,610.8	4,793.6	4,725.4	20,126.5	18,204.1	18,808.6
석유화학	690.2	829.3	1,050.4	1,131.5	986.9	853.0	932.0	1,010.4	3,701.4	3,782.3	4,408.4
유탄기유	379.5	419.7	409.4	426.8	365.0	411.6	410.3	414.4	1,635.4	1,601.3	1,660.4
영업이익	254.5	402.6	315.7	-333.5	270.4	204.1	266.7	397.1	639.3	1,138.3	1,541.1
%OP	4.7%	6.7%	4.4%	-4.9%	5.0%	3.5%	4.3%	6.5%	2.5%	4.8%	6.2%
정유	90.4	305.2	170.4	-501.6	95.7	108.6	166.3	253.4	64.4	624.0	808.8
석유화학	81.0	16.5	102.1	158.4	147.5	36.6	42.1	91.7	358.0	317.9	497.4
유탄기유	84.1	80.9	43.2	50.9	27.2	58.9	58.3	52.0	259.1	196.4	234.8
세전이익	258.2	214.5	315.5	-456.4	157.2	347.1	259.7	465.1	331.8	1,229.1	1,688.1
순이익(지배주주)	188.7	163.2	229.9	-323.8	113.6	260.3	194.8	348.9	258.0	917.6	1,266.0
%YoY											
매출액	4.1%	28.7%	37.9%	18.0%	0.3%	-2.1%	-14.6%	-10.4%	21.9%	-7.4%	5.5%
영업이익	-23.7%	243.2%	-42.9%	적전	6.2%	-49.3%	-15.5%	흑전	-53.4%	78.1%	35.4%
세전이익	-50.3%	201.7%	-40.1%	적전	-39.1%	61.8%	-17.7%	흑전	-79.8%	270.4%	37.3%
순이익(지배)	-52.1%	143.9%	-42.3%	적전	-39.8%	114.7%	-1.5%	흑전	-79.3%	255.7%	38.0%
%QoQ											
매출액	-6.9%	10.9%	19.7%	-4.5%	-20.9%	8.3%	4.4%	0.2%			
영업이익	-31.1%	58.2%	-21.6%	적전	흑전	-24.5%	30.7%	48.9%			
세전이익	-51.0%	-16.9%	47.1%	적전	흑전	120.8%	-25.2%	79.1%			
순이익(지배)	-51.2%	-13.5%	40.8%	적전	흑전	208.5%	-35.4%	61.2%			

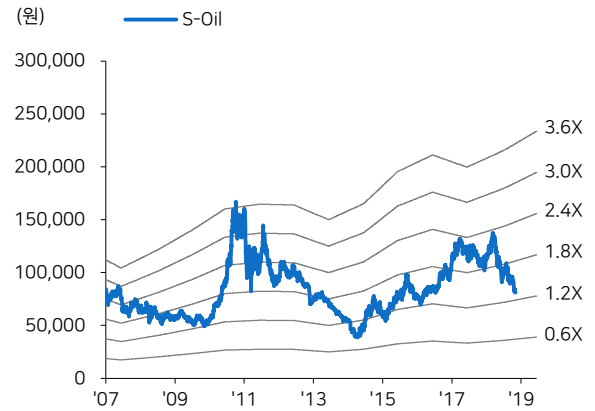
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

S-Oil (010950)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	20,891.4	25,463.3	23,587.7	24,877.4	25,721.1
매출액증가율 (%)	28.0	21.9	-7.4	5.5	3.4
매출원가	18,783.1	24,200.3	22,021.6	22,944.6	23,722.3
매출총이익	2,108.2	1,263.1	1,566.1	1,932.8	1,998.8
판매관리비	735.0	623.6	427.8	391.7	405.5
영업이익	1,373.3	639.5	1,138.3	1,541.1	1,593.2
영업이익률	6.6	2.5	4.8	6.2	6.2
금융손익	203.4	-120.7	138.5	160.0	160.0
종속/관계기업손익	5.1	4.1	9.7	12.0	12.0
기타영업외손익	63.1	-191.1	-57.3	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	1,644.9	331.8	1,229.2	1,688.1	1,740.2
법인세비용	398.4	73.8	311.6	422.0	435.1
당기순이익	1,246.5	258.0	917.6	1,266.0	1,305.2
지배주주지분 순이익	1,246.5	258.0	917.6	1,266.0	1,305.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,143.3	-288.2	957.1	2,452.4	2,478.9
당기순이익(손실)	1,246.5	258.0	917.6	1,266.1	1,305.2
유형자산상각비	285.4	345.9	1,305.9	1,379.7	1,316.4
무형자산상각비	8.8	8.2	8.1	7.5	6.9
운전자본의 증감	-236.3	-881.9	-1,175.3	-188.9	-137.6
투자활동 현금흐름	-832.2	-415.2	-713.6	-871.3	-954.3
유형자산의증가(CAPEX)	-2,414.1	-2,041.4	-711.0	-880.0	-960.0
투자자산의감소(증가)	3.9	8.3	64.9	10.2	8.5
재무활동 현금흐름	-598.3	887.8	263.9	-200.6	-378.7
차입금의 증감	91.2	1,561.3	309.0	102.3	40.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-287.4	184.5	508.5	1,380.6	1,146.0
기초현금	767.4	480.1	664.5	1,173.0	2,553.5
기말현금	480.1	664.5	1,173.0	2,553.5	3,699.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,774.9	5,854.5	6,940.4	8,472.2	9,905.1
현금및현금성자산	480.1	664.5	1,173.0	2,553.5	3,699.5
매출채권	1,538.8	1,641.5	1,681.0	1,728.1	1,817.6
재고자산	2,790.7	3,139.1	3,657.5	3,760.1	3,954.8
비유동자산	8,312.6	10,100.5	9,601.6	9,096.2	8,736.4
유형자산	7,968.7	9,740.7	9,147.0	8,647.3	8,291.0
무형자산	105.2	104.5	96.7	89.2	82.3
투자자산	124.6	120.4	65.2	67.0	70.5
자산총계	15,087.5	15,955.0	16,542.0	17,568.3	18,641.5
유동부채	4,544.4	5,789.1	5,618.8	5,570.6	5,566.8
매입채무	1,733.3	1,437.3	1,288.3	1,324.4	1,393.0
단기차입금	1,355.4	2,359.2	2,351.4	2,411.4	2,451.4
유동성장기부채	14.2	575.6	614.0	634.0	654.0
비유동부채	3,700.4	3,696.8	3,857.5	4,085.3	4,276.4
사채	2,670.3	2,535.8	2,776.1	2,978.1	3,138.1
장기차입금	804.4	864.8	873.3	893.3	913.3
부채총계	8,244.8	9,485.8	9,476.3	9,655.9	9,843.2
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	23.4	25.0	24.4	24.4	24.4
이익잉여금	5,198.1	4,823.1	5,420.2	6,267.0	7,152.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,842.6	6,469.2	7,065.7	7,912.4	8,798.3

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	185,565	226,174	209,514	220,969	228,464
EPS(지배주주)	10,870	2,266	8,060	11,121	11,469
CFPS	16,574	9,385	21,572	27,210	27,105
EBITDAPS	14,811	8,826	21,783	26,011	25,906
BPS	58,682	55,480	60,595	67,857	75,454
DPS	5,900	750	2,600	3,600	3,600
배당수익률(%)	5.0	0.8	3.2	4.4	4.4
Valuation(Multiple)					
PER	10.8	43.1	10.1	7.3	7.1
PCR	7.1	10.4	3.8	3.0	3.0
PSR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	2.0	1.8	1.3	1.2	1.1
EBITDA	1,667.4	993.6	2,452.4	2,928.3	2,916.5
EV/EBITDA	9.7	17.1	6.1	4.6	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.8	3.9	13.6	16.9	15.6
EBITDA 이익률	8.0	3.9	10.4	11.8	11.3
부채비율	120.5	146.6	134.1	122.0	111.9
금융비용부담률	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	23.6	8.8			
매출채권회전율(x)	15.5	16.0	14.2	14.6	14.5
재고자산회전율(x)	8.0	8.6	6.9	6.7	6.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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 발생 할 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	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 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)	
2017.05.30	산업분석	Buy	130,000	노우호	-22.0	-17.3	
2017.06.12	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-23.0	-17.3	
2017.06.26	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-23.7	-17.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-22.8	-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	-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	-24.6	-16.2	
2019.04.15	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-24.8	-16.2	
2019.04.24	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-26.9	-16.2	
2019.05.31	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-	-	