

2019. 7. 15



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 130,000 원

현재주가 (7.12) 93,300 원

상승여력 39.3%

KOSPI 2,086.66pt

시가총액 105,040억원

발행주식수 11,258만주

유동주식비율 36.55%

외국인비중 78.58%

52주 최고/최저가 137,500원/80,300원

평균거래대금 251.4억원

주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 외 11 63.45

국민연금공단 6.07

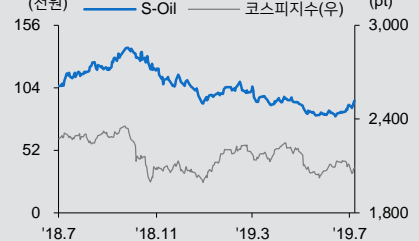
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 12.1 -4.8 -12.0

상대주가 13.3 -5.3 -3.6

주가그래프



S-Oil 010950

구체화되는 투자 포인트

- ✓ 2Q19 실적 바닥 확인될 것(영업적자 312억원 추정): 정기보수 기회손실, 재고손실
- ✓ 2H19 영업이익 620억원(+160% H-H) 추정, 하반기 영업이익 반등 뚜렷: 7월 RUC&ODC 정상 가동과 No.2 P-X 정기보수 종료
- ✓ 동사에 대한 배당 Risk보다는 IMO2020 항규제 시행에 따른 실적 개선에 주목
- ✓ 정유업종 비중확대 의견 재차 제시, 동사에 투자 의견 Buy와 적정주가 13만원 유지

2Q19 영업적자 -312억원 추정, 진정한 바닥을 논할 수 있는 시기

동사는 2Q19 영업적자 -312억원(정유 -613억원, 화학 -288억원, 윤활기유 +589억원)이 예상된다. 정유부문은 (1) 유가하락에 따른 재고손실 -920억원, (2) 정제마진 둔화(-5.1% Q-Q), (3) RUC 정기보수에 따른 기회손실이 반영되겠다. 화학부문 주력 제품 P-X는 역대 신규 공급 압박과 전방 폴리에스터 수요 부진으로 수익성(-35% Q-Q)이 악화, No.2 P-X는 2달간 정기보수가 진행되며 이익 기여도가 미미했다. 윤활기유는 기저효과 발생(전분기 정기보수)으로 영업이익 반등이 예상된다.

2H19 투자 포인트 유효: (1) 설비 정상화, (2) IMO2020에 따른 마진 개선

19.4월 RUC 촉매 교체 등 설비보수를 완료, 7월 RUC&ODC가 정상가동 중이다. 수직계열화가 완성된 ODC(PO/PP)는 안정적인 원재료 조달이 이뤄지며 풀가동 중이다. 해당 설비 정상 가동으로 2H19 500억원의 영업이익 기여가 발생하겠다. 또한 7월 정제마진은 7달러/배럴로 급등했다. 특히 디젤과 B-C 마진 강세는 2020년 IMO 항규제 시행을 앞두고 해당 모멘텀이 가시화되고 있다는 판단이다. 2021년까지 수급 타이트에 근거한 디젤 마진 강세가 예상된다. 저유황유(LSFO/MGO)는 규제 시행 이후, 100만배럴 이상 신규 수요가 창출, 디젤 전망이 긍정적이다. 최근 B-C 강세는 선박 규제 시행을 앞두고 기존 재고량 소진 움직임 때문이다.

현 시점에서도 주가 추가 상승 여력 존재, 적정주가 13만원 유지

동사는 18년 배당 충격으로 주가 de-rating이 이뤄졌고, 현 시점에도 배당 Risk가 여전하다. 그럼에도 동사에 대해 매수 관점을 제시하는 바는 (1) 낮아진 배당 기대 수준, (2) 투자 포인트 복원(설비 정상화 및 IMO2020 수혜 가시화) 때문이다. 정유업종 비중확대 전략을 재차 제시, 동사에 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	23,051.6	859.6	558.5	4,870	115.0	57,516	19.2	1.6	7.6	8.5	140.8
2020E	24,515.7	1,202.1	1,011.8	8,863	82.0	62,597	10.5	1.5	6.0	14.4	131.6
2021E	25,408.8	1,299.0	1,084.5	9,508	7.3	68,302	9.8	1.4	5.6	14.2	122.9

표1 S-Oil 2Q19 Preview 테이블

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,524.2	6,003.1	-8.0	5,426.2	1.8	5,729.1	-3.6
영업이익	-31.2	402.6	적전	270.4	적전	242.3	적전
세전이익	-88.2	214.5	적전	157.2	적전	207.0	적전
순이익(지배주주)	-66.2	163.2	적전	113.6	적전	153.7	적전

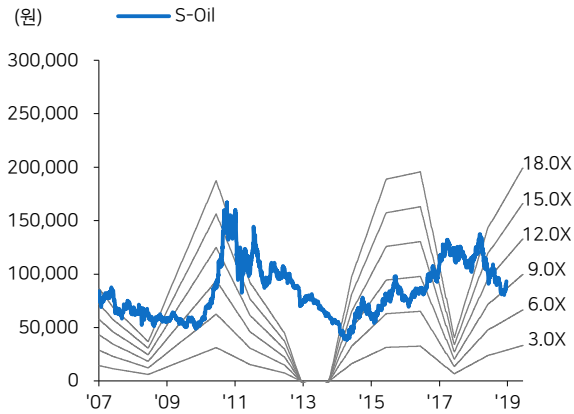
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 S-Oil 분기추정 테이블

(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	5,524.2	6,030.0	6,071.3	25,463.2	23,051.7	24,515.6
정유	4,341.3	4,754.1	5,728.1	5,303.0	4,074.3	4,495.3	4,687.7	4,646.5	20,126.5	17,903.8	18,576.6
석유화학	690.2	829.3	1,050.4	1,131.5	986.9	617.2	932.0	1,010.4	3,701.4	3,546.5	4,278.6
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	-31.2	332.8	287.6	639.3	859.6	1,202.1
%OP	4.7%	6.7%	4.4%	-4.9%	5.0%	-0.6%	5.5%	4.7%	2.5%	3.7%	4.9%
정유	90.4	305.2	170.4	-501.6	95.7	-61.3	206.6	143.9	64.4	384.9	576.9
석유화학	81.0	16.5	102.1	158.4	147.5	-28.8	67.9	91.7	358.0	278.3	390.3
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	-88.2	325.8	355.6	331.8	750.4	1,349.1
순이익(지배주주)	188.7	163.2	229.9	-323.8	113.6	-66.2	244.4	266.7	258.0	558.5	1,011.9
%YoY											
매출액	4.1%	28.7%	37.9%	18.0%	0.3%	-8.0%	-16.1%	-11.5%	21.9%	-9.5%	6.4%
영업이익	-23.7%	243.2%	-42.9%	적전	6.2%	적전	5.4%	흑전	-53.4%	34.5%	39.8%
세전이익	-50.3%	201.7%	-40.1%	적전	-39.1%	적전	3.3%	흑전	-79.8%	126.2%	79.8%
순이익(지배)	-52.1%	143.9%	-42.3%	적전	-39.8%	적전	6.3%	흑전	-79.3%	116.5%	81.2%
%QoQ											
매출액	-6.9%	10.9%	19.7%	-4.5%	-20.9%	1.8%	9.2%	0.7%			
영업이익	-31.1%	58.2%	-21.6%	적전	흑전	적전	흑전	-13.6%			
세전이익	-51.0%	-16.9%	47.1%	적전	흑전	적전	흑전	9.1%			
순이익(지배)	-51.2%	-13.5%	40.9%	적전	흑전	적전	흑전	9.1%			

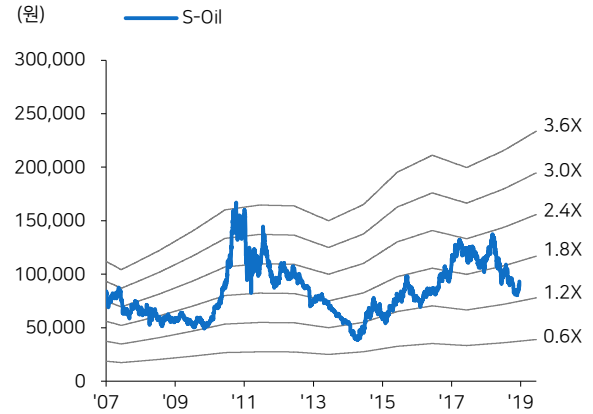
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



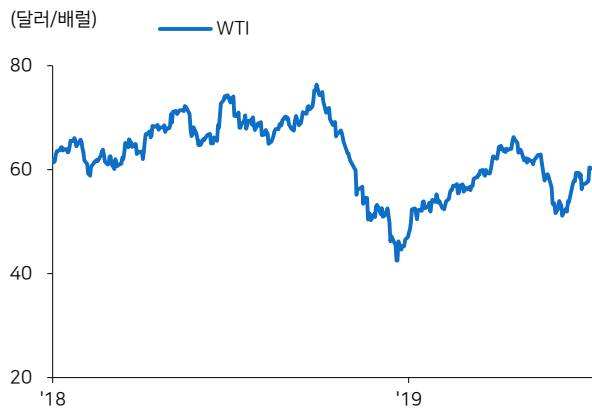
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드



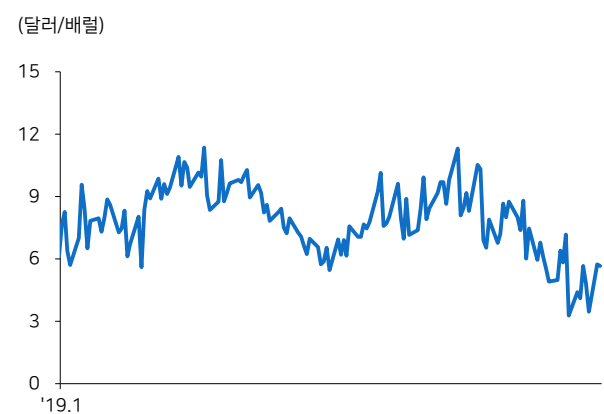
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 국제유가 동향



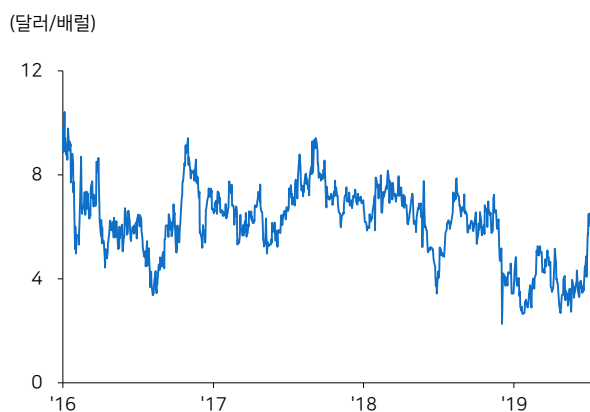
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 Dubai-WTI 스프레드 동향



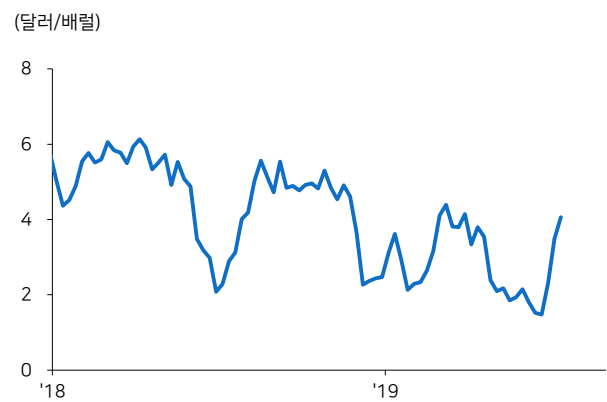
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 정제마진 동향



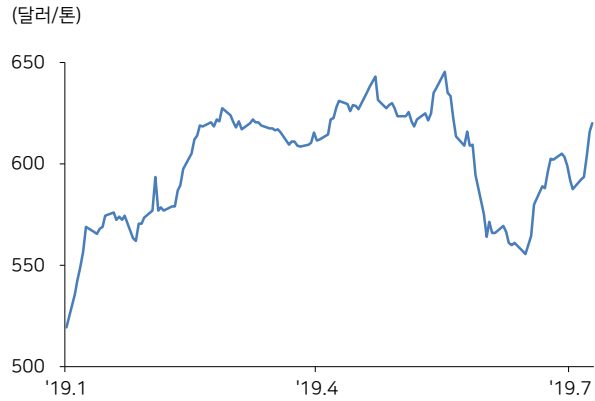
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 OSP 감안한 정제마진



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 싱가포르 MGO(Marine Gasoil) 가격



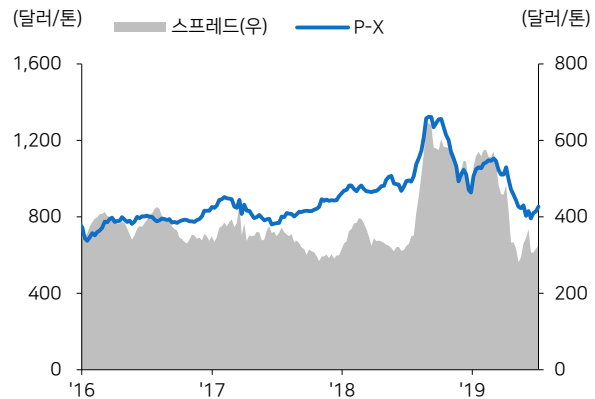
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 B-C 마진 동향



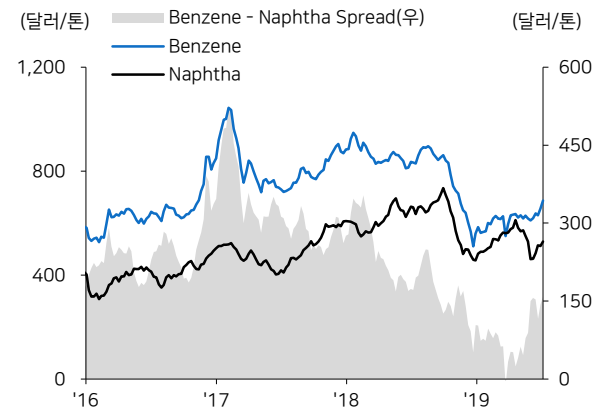
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 P-X 스프레드 동향



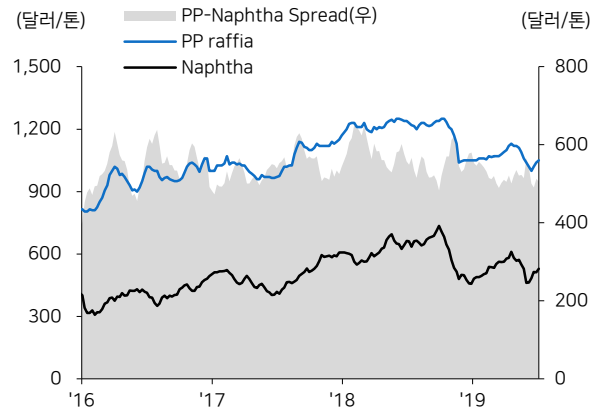
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 벤젠 스프레드 동향



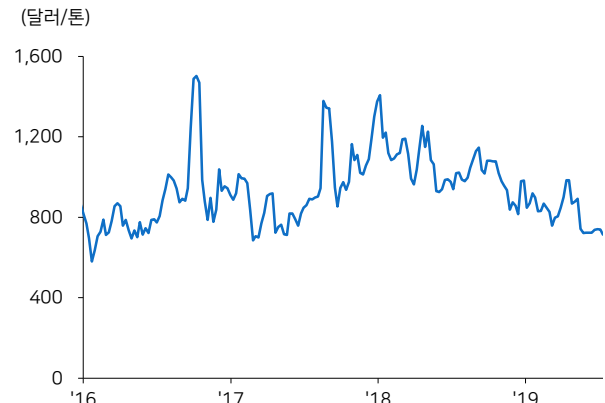
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 PP 스프레드 동향



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림12 PO 스프레드 동향



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

S-Oil (010950)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	20,891.4	25,463.3	23,051.6	24,515.7	25,408.8
매출액증가율 (%)	28.0	21.9	-9.5	6.4	3.6
매출원가	18,783.1	24,200.3	21,772.4	22,927.5	23,709.3
매출총이익	2,108.2	1,263.1	1,279.2	1,588.2	1,699.4
판매관리비	735.0	623.6	419.6	386.1	400.5
영업이익	1,373.3	639.5	859.6	1,202.1	1,299.0
영업이익률	6.6	2.5	3.7	4.9	5.1
금융손익	203.4	-120.7	-61.5	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	750.4	1,349.1	1,446.0
법인세비용	398.4	73.8	191.9	337.3	361.5
당기순이익	1,246.5	258.0	558.5	1,011.8	1,084.5
지배주주지분 순이익	1,246.5	258.0	558.5	1,011.8	1,084.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,143.3	-288.2	631.2	2,212.3	2,259.1
당기순이익(손실)	1,246.5	258.0	558.5	1,011.8	1,084.5
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	-1,142.1	-174.8	-136.7
투자활동 현금흐름	-832.2	-415.2	-712.1	-870.7	-954.2
유형자산의증가(CAPEX)	-2,414.1	-2,041.4	-711.0	-880.0	-960.0
투자자산의감소(증가)	3.9	8.3	65.7	10.5	8.6
재무활동 현금흐름	-598.3	887.8	263.8	-200.6	-378.7
차입금의 증감	91.2	1,561.3	308.8	102.3	40.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-287.4	184.5	183.9	1,141.0	926.2
기초현금	767.4	480.1	664.5	848.4	1,989.4
기말현금	480.1	664.5	848.4	1,989.4	2,915.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,774.9	5,854.5	6,546.7	7,809.4	9,020.8
현금및현금성자산	480.1	664.5	848.4	1,989.4	2,915.6
매출채권	1,538.8	1,641.5	1,659.4	1,697.3	1,786.3
재고자산	2,790.7	3,139.1	3,610.6	3,693.2	3,886.6
비유동자산	8,312.6	10,100.5	9,600.7	9,095.0	8,735.2
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	64.4	65.8	69.3
자산총계	15,087.5	15,955.0	16,147.4	16,904.4	17,755.9
유동부채	4,544.4	5,789.1	5,586.0	5,523.8	5,519.1
매입채무	1,733.3	1,437.3	1,271.8	1,300.8	1,369.0
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	3,854.8	4,081.5	4,272.5
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	9,440.8	9,605.3	9,791.6
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	5,061.1	5,653.6	6,318.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,842.6	6,469.2	6,706.6	7,299.1	7,964.3

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	185,565	226,174	204,752	217,757	225,690
EPS(지배주주)	10,870	2,266	4,870	8,863	9,508
CFPS	16,574	9,385	17,319	24,199	24,491
EBITDAPS	14,811	8,826	19,307	22,999	23,292
BPS	58,682	55,480	57,516	62,597	68,302
DPS	5,900	750	2,600	3,600	3,600
배당수익률(%)	5.0	0.8	2.8	3.9	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	10.8	43.1	19.2	10.5	9.8
PCR	7.1	10.4	5.4	3.9	3.8
PSR	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4
PBR	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4
EBITDA	1,667.4	993.6	2,173.6	2,589.3	2,622.3
EV/EBITDA	9.7	17.1	7.6	6.0	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.8	3.9	8.5	14.4	14.2
EBITDA 이익률	8.0	3.9	9.4	10.6	10.3
부채비율	120.5	146.6	140.8	131.6	122.9
금융비용부담률	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	23.6	8.8			
매출채권회전율(x)	15.5	16.0	14.0	14.6	14.6
재고자산회전율(x)	8.0	8.6	6.8	6.7	6.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 15일 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 투자 의 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	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 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)	
2017.07.27	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	-27.0	-16.2	
2019.05.30	산업분석	Buy	130,000	노우호	-27.1	-16.2	
2019.05.31	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-28.7	-16.2	
2019.07.03	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-28.9	-16.2	
2019.07.15	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-	-	