

정유, 지금은 팔 때가 아니라 살 때

Analyst 강동진

02) 3787-2228

dongjin.kang@hmcib.com

정유, 4Q18실적은 부진할 전망이다. 대부분 1회성 요인에 의한 것. 주가 조정은 매수 기회

4Q18 정유사 실적은 부진할 전망이다. 이는 1)유가 하락에 따른 재고평가손실 및 2)부정적인 Lagging 효과로 당사 커버리지 3개 정유사 모두 정유 부문에서 적자를 기록할 것이기 때문이다. 다만, 2018년 이익 및 유가 기저가 크게 낮아져 2019년 실적에 대한 부담이 크게 감소하였고, Lagging 효과를 감안하면 1Q19부터 실적은 점진적으로 개선될 것으로 전망한다. Top pick으로 S-Oil을 추천한다.

IMO 2020 시행으로 고도화 설비가 잘 갖추어진 국내 설비들의 수혜 전망

정제마진은 점진적으로 개선되고 있다. 특히, 부진했던 Gasoline과 Naphtha 마진이 빠르게 개선되고 있다. 2018년 하반기부터 정유상황이 부진했던 이유 중 당시는 WTI 디스카운트가 가장 큰 요인이었던 것으로 판단한다. 최근 Dubai-WTI Spread는 점차 peak out 하고 있으며, OSP 하락 및 미국 석유 수출 인프라 확충으로 Spread가 축소될 전망이다. 아시아 정제마진에 긍정적인 요인이다.

Buyer's Market이 되어가는 원유시장. 아시아 OSP 구조적 하락 기대

미국이 원유 순수출국이 되면서, 수요가 성장하는 아시아 시장을 두고 미국과 중동간 경쟁이 심화될 것이다. 특히, 미국 원유에 대한 아시아 국가들의 수요가 증가함에 따라, 중동 국가들의 M/S가 축소될 가능성이 높아졌다. 이에 따라, 중동의 대(對) 아시아 OSP가 구조적으로 하락할 가능성이 높다고 판단한다. 특히, 과거 추이를 볼 때, OSP 하락은 Dubai-WTI Spread 축소와도 관계가 깊었다.

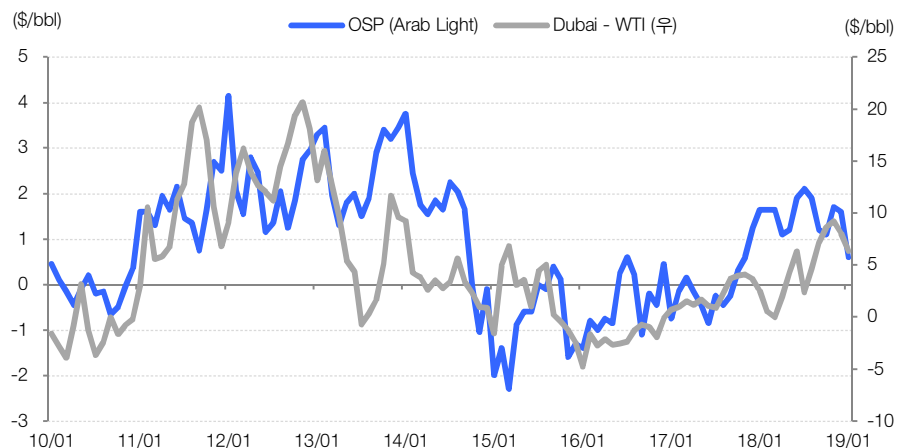
중국 정유사 증설 우려 과도

중국 정유사 증설은 낮은 석유제품 생산 비중을 감안하면 감내할 수 있는 수준이다. PX 대규모 증설 우려가 있지만 PTA 역시 대규모로 증설하기 때문에, 중국의 PX 수입이 급격히 축소되지는 않을 것이다.

구조적 변화에 투자하고 있는 국내 정유사. 과실을 취할 때가 다가오고 있음

IMO 2020, Feedstock 경질화, 전기차 확대 등 모든 환경은 정유사들의 구조적 변화를 자극하고 있고, 정유사들은 적극 대응 중이다. 화학사업 확대는 필연적이며, 사업 구조는 한 단계 더 진화할 것이다.

아시아 OSP와 Dubai-WTI Spread



자료: Petronet, Bloomberg, 현대차증권

이미 지표는 저점에서 반등하고 있다.

정유업 주가 부진을 매수 기회로 삼아야 할 것

유가와 정제마진 급락으로
인한 정유사 실적부진 우려

최근 정유업종 주가는 코스피를 하회하는 부진한 움직임을 보여주고 있다. 정유업 주가가 부진한 이유는 4Q18 이후 정제마진 및 유가 급락에 따른 실적부진 우려가 원인이다. 우리는 최근 주가 하락이 이러한 우려를 대부분 반영했다고 판단하며, 정유업 저점 매수 시점이 도래한 것으로 판단한다. 특히, 4Q18 중 단기간에 유가 및 정제마진이 급락하면서 이익 Base가 상당히 낮아졌는데, 이 역시 2019년 정유사에 투자하는데 있어 부담이 떨어진 요인이다. Top pick으로 S-Oil을 추천한다.

정유사 투자 매력, 배당
주가 저점 지지할 것

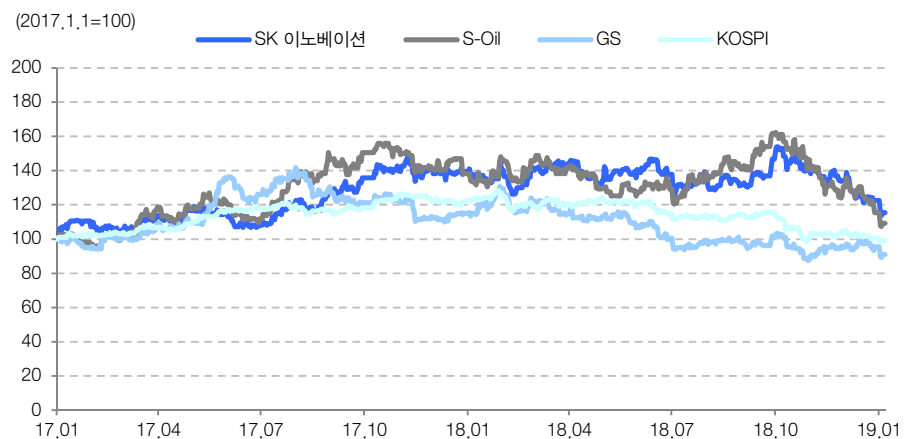
정유사들의 Valuation은 이미 과거 하단 수준까지 하락하였다. 게다가 배당을 고려할 경우 추가적인 Downside risk는 제한적이라고 판단한다. S-Oil은 2018년 연간 1,600원의 배당을 기대되지만, 2019년에는 RUC/ODC 효과와 IMO 2020 효과로 배당이 크게 증가할 수 밖에 없다. 또한, 이익과 관계없이 안정적인 배당을 유지하고 있는 SK이노베이션의 경우, 연간 8,000원의 배당을 감안하면 현 주가 수준에서 배당수익률은 4.5% 정도로 배당 매력에 높다. 우리는 이러한 안정적인 배당이 주가 저점을 지지하는 요인이라고 판단한다.

향후 국내 정유사
투자 포인트

정유업 투자포인트는 다음과 같다.

1. Dubai WTI Spread가 축소되면서 Gasoline/Naphtha Dubai Spread 개선 시작
2. 원유시장, Buyer's Market 진입. 아시아 OSP 지속 하락 가능성. 아시아 정유사 수혜
3. 중국 신규 Refinery 진입 우려는 크지 않음. PX 초강세 최소한 1H19까지 이어질 전망
4. IMO 2020 시행에 따라 2H19부터 Diesel 중심 정제 마진 개선 가능성 높음
5. 국내 정유사 고도화 투자 및 화학부문 확대로 고부가 제품 비중 확대 시점 도래

〈그림1〉 KOSPI 및 주요 정유사 주가 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

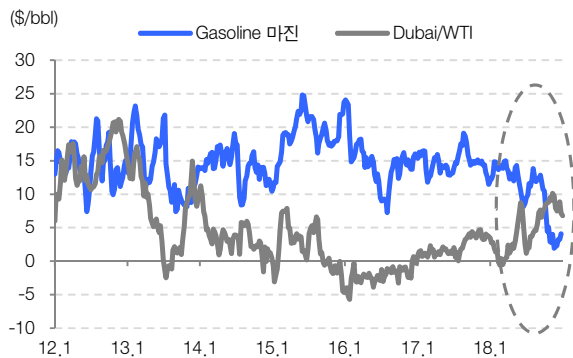
WTI Discount 완화로 Gasoline 공급과잉 점차 해소

WTI Discount 해소와 Gasoline 마진 회복이 동시에 이루어지는 것은 우연이 아님

Dubai-WTI spread 축소,
Gasoline 마진은 회복

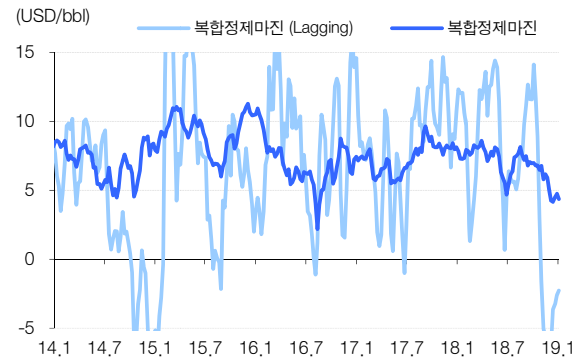
우리는 지난 연간 전망을 통해 현재 Gasoline 공급과잉의 가장 큰 이유로 Dubai 유가 대비 WTI의 과도한 Discount를 들었다. WTI의 과도한 Discount는 미국 정유사들의 가동률이 사상최대를 기록하는 데 기여했고, 이들이 생산한 Gasoline이 아시아 수급에도 영향을 미친 것으로 판단한다. 단적인 예로, 미국이 Gasoline 순 수출국이 된 2016년 이후 Dubai-WTI Spread와 아시아 Gasoline 마진 간 역의 상관관계가 점차 보이기 시작했었는데, 2018년에는 동 스프레드와 Gasoline 마진이 거의 완벽한 역의 상관 관계를 이루었다. 즉, WTI가 상대적으로 싸지는 것이, 아시아 Gasoline 수급에는 부정적인 영향을 미친다는 것이다. 따라서, 최근 Dubai-WTI Spread가 축소되고 있고, Gasoline 및 Naphtha 마진이 회복되고 있는 것은 필연적인 결과이다. 국내 NCC들의 정기보수가 4Q18~1Q19 중 마무리 되면서 Naphtha 수요는 다시 회복될 전망이다.

〈그림2〉 Dubai WTI Spread와 Gasoline 마진 비교



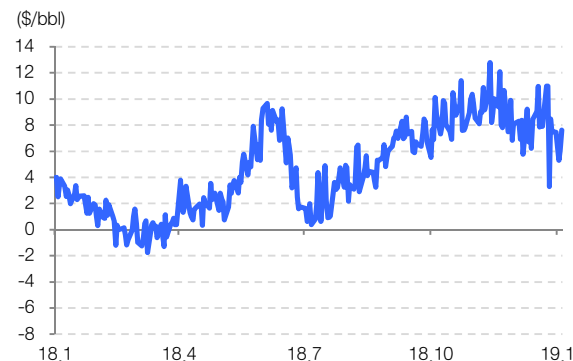
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 정제마진 저점 확인



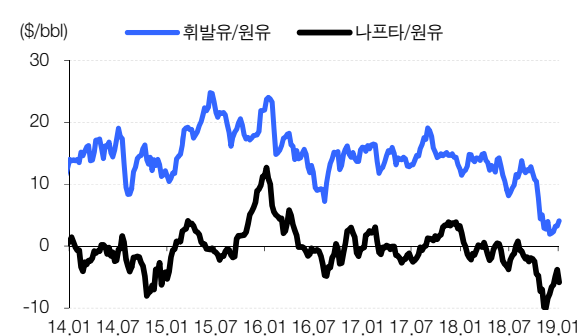
자료: Petronet, 현대차증권

〈그림4〉 Dubai WTI Spread 축소



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림5〉 Gasoline 및 Naphtha Spread, 저점에서 반등



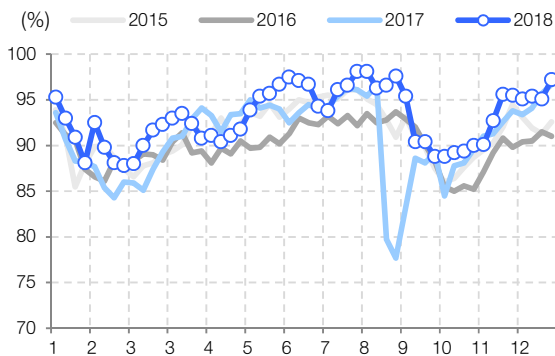
자료: Petronet, 현대차증권

WTI Discount 해소와 Gasoline 마진 개선 기대

2019년,
미국 정유사 가동률 조정으로
가솔린 공급과잉 완화될 것

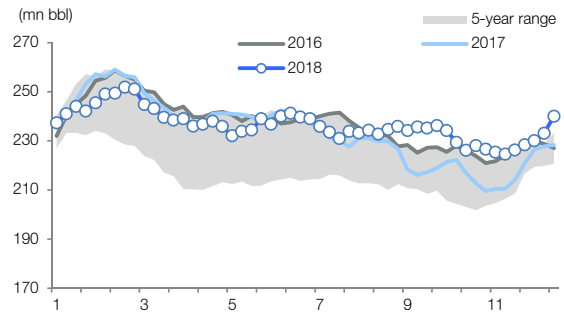
미국 정유사들은 2018년 상대적으로 저렴한 WTI를 바탕으로 사상 최대 수준의 가동률을 기록했다. 이러한 높은 가동률은 2019년 중 조정 받을 수 밖에 없을 것이다. WTI Discount가 점차 완화되면서 미국에 호의적이었던 수출 환경이 점차 정상화 될 것이다. 또한, Gasoline 공급과잉으로 Gasoline yield가 50%에 육박하는 미국 정유사들의 수익성에 부담이 되기 때문에 현재와 같은 Gasoline 약세가 가장 괴로운 정유사도 미국 정유사들이다. 미국 정유사들의 가동률 조정은 Gasoline 공급과잉 완화로 이어질 전망이다.

〈그림6〉 미국 정유사 가동률 사상 최대 수준



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림7〉 미국 Gasoline 재고 여전히 높은 수준



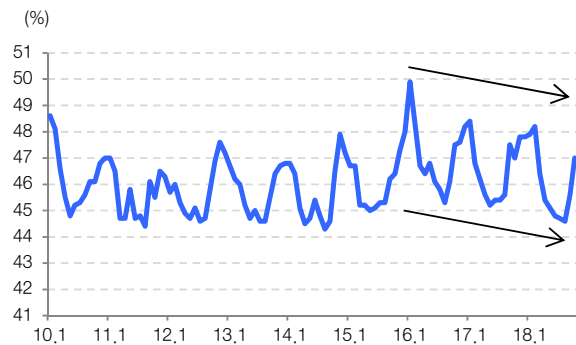
자료: Bloomberg, 현대차증권

미국 정유사 Gasoline 생산비중 조절과 Teapot 가동률 하락에 주목

글로벌 정유사,
가동률 조절 통해
Gasoline 생산 비중 조정

최근 미국 정유사들의 Gasoline yield 조절이 어느 정도 이어지고 있다. Valero Energy와 Phillips66은 3Q18 실적 컨퍼런스 콜을 통해 향후 FCC 가동률 조정 등을 통한 Gasoline 생산비중 조정을 언급했다. 향후에도 추가적으로 조정 될 가능성이 높으며 이는 주로 난방유 시즌이 마무리되는 1Q19~2Q19중 이어질 것으로 전망한다. 또한, 최악의 정제마진 상황은 고도화가 잘 이루어지지 못한 일부 Refinery의 가동률 조정으로 이어질 전망이다. 최근 중국 Teapot 정유사들의 가동률이 일부 조정 받고 있는 것 역시 눈여겨 봐야 할 지표이다.

〈그림8〉 미국 정유사 Gasoline yield



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림9〉 중국 Teapot 가동률 고점에서 조정



자료: Bloomberg, 현대차증권

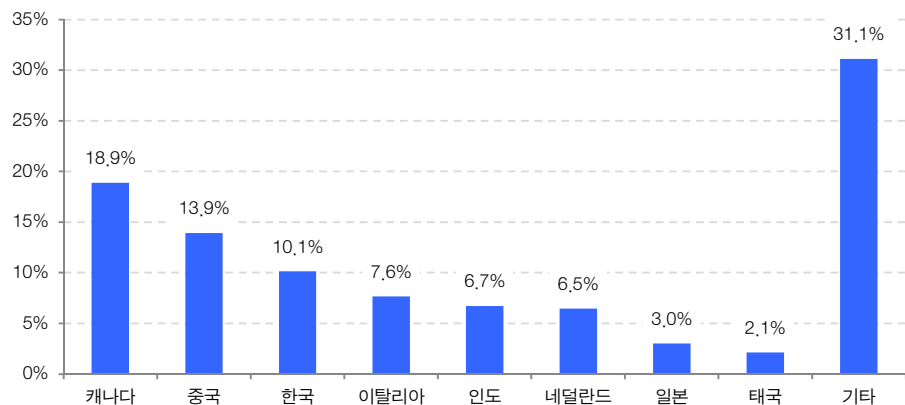
원유시장, Buyer's Market. 아시아 OSP 하락 지속

미국 원유 순수출국 전환. 원유시장 경쟁심화. 중동, 아시아 M/S 상실 우려

미국 원유수출 경쟁력 제고,
중동의 아시아 M/S 위협

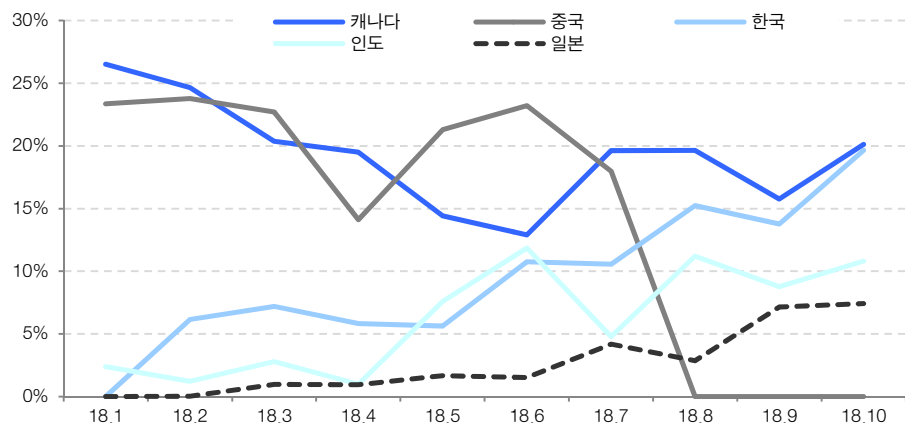
미국이 원유 순수출국이 됨에 따라, 원유 시장은 점차 Buyer's Market이 될 것으로 판단한다. 미국 원유 수출의 많은 부분은 캐나다를 제외하면 중국, 한국, 인도 등 아시아로 들어가고 있다. 2018년 중 10월까지 누적 원유 수출의 약 14%가 중국으로 향했는데, 이는 미중 무역분쟁으로 중국이 8월부터 미국의 원유를 수입하지 않았음에도 불구하고 나타난 결과라는 점에서 주목할 만하다. 최근 미중 무역전쟁이 소강상태에 들어가면서 중국이 미국산 원유 수입을 재개했기 때문에 무역 전쟁 이슈만 아니라면 미국산 원유에 대한 니즈는 지속될 전망이다. 미국 원유가 너무 싼 것 또한 큰 매력이다. 게다가 이란 원유 수입 제재 조치가 11월부터 시행되면서, 10월 중 아시아 국가들의 미국산 원유 수입 비중은 크게 증가하였다. 한국, 인도 역시 미국산 원유 수입이 크게 증가하고 있다. 이러한 상황에서 아시아를 주요 시장으로 삼았던 사우디를 비롯한 중동 국가들은 M/S를 상실할 처지에 놓이게 되었기 때문에 위기감을 느낄 수밖에 없다.

〈그림10〉 2018년 미국 원유 수출 국가별 비중



자료: OPEC, 현대차증권

〈그림11〉 미국 원유 수출국 중 아시아 비중 지속 상승



자료: OPEC, 현대차증권

원유시장 경쟁심화로 아시아 OSP 구조적 하락 가능성 높음

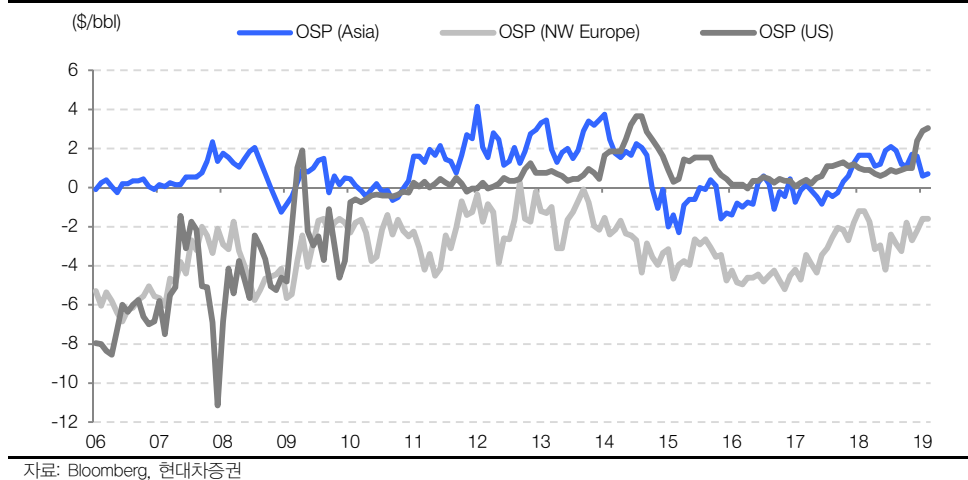
Aramco, 결과적으로 원유시장 경쟁심화는 사우디의 대(對) 아시아 OSP 인하로 이어질 가능성이 높다. 아시아향 OSP 인하할 지난 12월 7일 OPEC과 러시아는 10월 대비 1.2MBPD 생산량 감축을 합의했다. 이에 따라, 가능성 높아 2019년 6월까지 감산이 이어질 전망이다. 다만, 사우디 아람코는 생산량 감축에도 불구하고, 아시아에서 M/S를 확대하고자 하는 의지를 내비치고 있다. 최근 수출량 감축도 대부분 미국향 수출 감축이다. 결국 아시아에서 M/S 확대를 위해서 아시아향 OSP 인하가 이어질 가능성이 높다.

최근 OSP, Aramco의 최근 OSP에는 이러한 Aramco의 의지가 반영되어 있다는 판단이다. Aramco는 1월 아시아 아시아 M/S 확대의지 OSP를 전월비 \$1.0/bbl 대폭 인하했다. 반면, 유럽 및 미국에 대해서는 OSP를 각각 \$0.6/bbl, 알 수 있어 \$0.5/bbl 인하하기로 하여, 아시아 M/S 확대 의지를 피력하고 있다는 판단이다.

아시아 OSP, 시장에서는 향후 2월 OSP 역시 하락 가능성이 높을 것으로 전망하고 있다. 또 한가지 주목해야 하는 이슈는 중국이다. 중국은 2019년 원유 수입쿼터 1차분을 발표했는데, 89.84백만톤으로 작년 1차분 121.32백만톤 대비 크게 감소한 수치를 발표했다. 따라서, 향후 원유 수요가 위축되는 가운데 아시아 시장을 두고 중동과 미국이 경쟁해야 하는 상황이기 때문에, 아시아 OSP가 예상보다 크게 하락 할 가능성도 배제 할 수 없다.

중국 원유 수입 쿼터 축소 또한, 이러한 중국의 원유 수입 쿼터 축소는 중국 원유 수요 부진을 반영하는 결과로 부정적으로 해석될 수 있으나, 한편으로는 원유 수요가 부진한 상황에서 공급 측면에서 조절을 통해 어느 정도 수급이 안정될 수 있다는 점에서 긍정적이다.

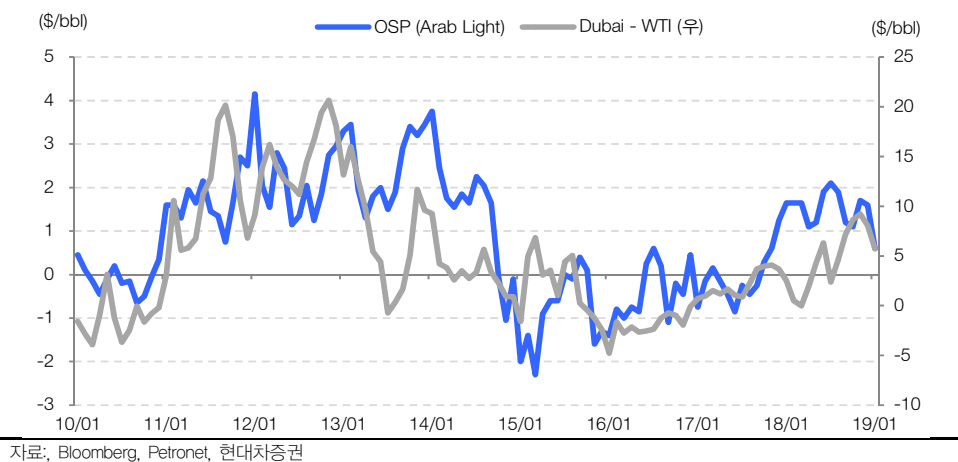
〈그림12〉 OSP 추이. 아시아 OSP 인하 지속(Arab Light 기준)



2H19
미국 원유 수출 급증하며
OSP 인하 압력 증가,
아시아 정유사에 긍정적

과거 트렌드를 참고하면, 아시아 OSP 인하는 Dubai-WTI Spread 축소에 영향을 미칠 것으로 전망한다. OSP 인하는 결국 원유 시장의 경쟁 수준을 반영하기 때문이다. 유가와외 상관성도 이러한 관점에서 판단할 수 있다. 원유 시장의 경쟁이 심화될 경우 유가는 하방 압력을 받을 수 밖에 없기 때문이다. 부족했던 수출 관련 인프라 확대로 미국의 원유 수출이 급증 할 것으로 전망되는 2H19에는 OSP 인하 압력이 더욱 커질 가능성이 높고, 이는 WTI Discount가 해소되는데 기여할 전망이다. 아시아 정유사 입장에서OSP도 인하되고, 미국 정유사 가동을 안정화로 수급 상황이 안정화 될 수 있다는 점에서도 긍정적이다.

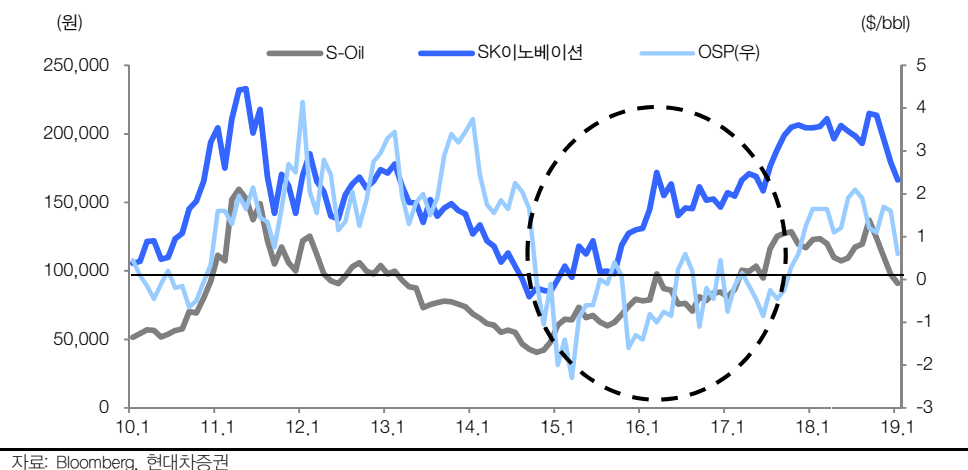
〈그림13〉 아시아 OSP와 Dubai-WTI Spread 상관관계



Peak Demand 시대,
아시아시장 경쟁 심화될 것

과거 국내 정유사 주가는 OSP가 낮아진 시점에서 강세를 보였다. 2010-2014년 중 OSP는 높은 수준을 유지했고, 정유사 주가는 횡보했다. 돌아해보면, 2010년 이후 원유시장은 향후 매장된 원유가 고갈될 가능성이 높다는 “Peak Oil” 논리가 지배했던 시대이다. 하지만, 지금은 원유 수요가 먼저 위축될 수 있다는 “Peak Demand” 논리가 시장을 지배하고 있다. 그나마 원유 수요가 증가하는 아시아에 원유를 판매하기 위한 경쟁이 심화될 것이다. OSP는 구조적으로 하락할 수 있다.

〈그림14〉 OSP가 낮아진 기간 주가는 강세



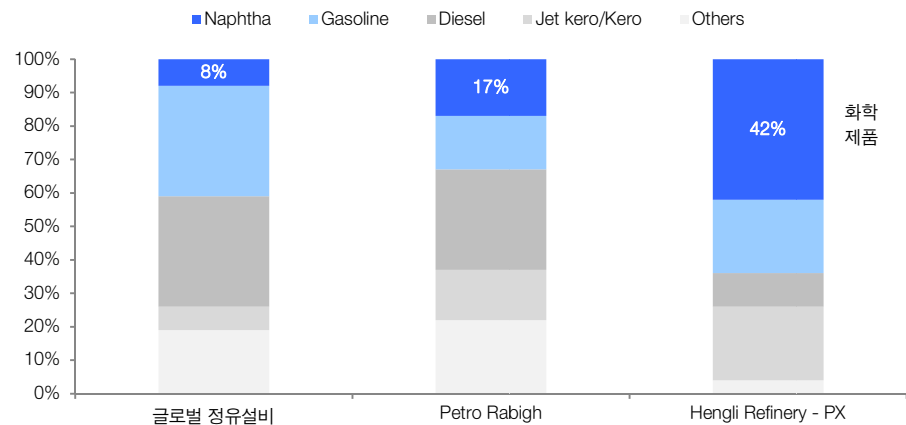
중국 정유사 증설우려 과도

중국 정유설비 증설,
시장에 미치는 영향은
제한적일 것

화학제품 생산에 집중된 중국 정유설비 증설 여파 충분히 감내 할 수 있는 수준

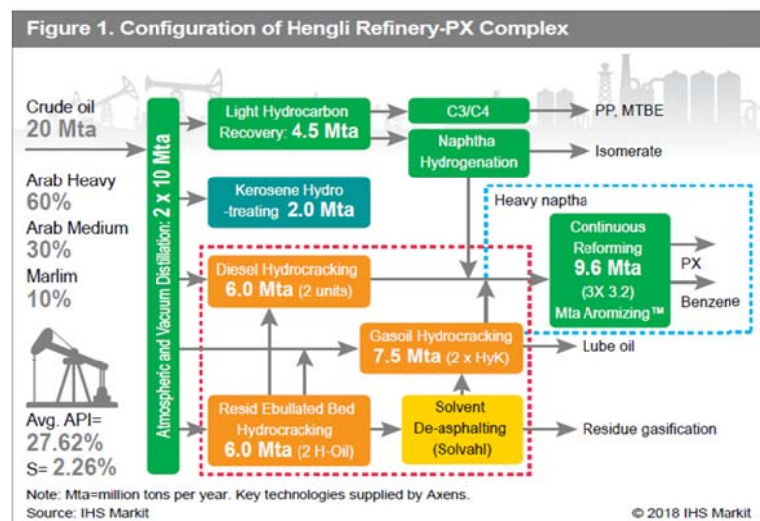
중국 Hengli는 지난 12월부터 시험가동을 시작했다. 향후 수개월 내 정상가동을 할 것으로 전망된다. Hengli 뿐 아니라 Zhejiang PC와 같은 중국 민영 정유사들이 증설하면서 정제설비 공급 과잉으로 이어질 것이라는 우려가 있다. 하지만, 이는 과도하다는 판단이다. 무엇보다 최근 Hengli, Zhejiang 등이 건설하고 있는 정제설비는 화학제품 생산비중을 극대화하는 Crude Oil - To - Chemical(COTC) 설비로, 화학제품 생산비중이 40%를 상회한다. 반면, 석유제품 생산비중은 전통적인 정유 설비 대비 낮을 수 밖에 없다. 특히, Diesel을 이용해서 PX에 사용되는 원재료를 생산하기 때문에, Gasoline 뿐 아니라 Diesel 생산비중이 상대적으로 적다. 따라서, 증설 Capa는 400KBPD이나, 석유제품 시장에 미치는 영향은 그 절반 수준으로 판단한다.

〈그림15〉 화학제품 생산에 집중되어 있는 Hengli PC 설비



자료: LG경제연구원, 현대차증권

〈그림16〉 Hengli의 COTC 프로젝트



자료: IHS, 현대차증권

중국 PX 증설하나
수입량 급격히 줄어들
가능성은 낮아

PTA 증설 감안 시 중국의 PX 수입량 급격히 줄어드는 않을 것

대규모 PX 증설 우려도 있지만, PTA 설비도 역시 대규모 증설이 전망되기 때문에, 중국의 PX 수입이 급격히 줄지는 않을 것으로 판단한다. Hengli 역시 2019년 중 PX 2.25MTPA를 가동 할 예정이나, PTA 역시 2.5MTPA 증설할 예정으로, PX 수급에 미치는 영향은 제한적일 것이다. Platts에 따르면, 2020년 중국의 PTA 증설이 14.1MTPA에 이를 것으로 전망되기 때문에, 증설된 PX는 대부분 중국 내 PTA 수요로 충당될 것이다. 따라서, 최근 초강세를 나타내고 있는 PX Spread가 일부 조정 받을 수는 있겠지만, 중국의 PX 수입량이 급격하게 줄어들 가능성은 제한적이라는 판단이다.

〈표1〉 2019~2020 PX 증설 전망

Country	Company	Location	KTPA	Start-up
China	Hengli	Dalian	2,250	1H19
China	Sinopec	Hainan	1,000	1Q19
Brunei	Hengyi	Brunei	1,500	2Q~3Q19
China	Zhejiang	Zhouzhan	4,000	2Q~4Q19
China	Sinochem	Hongrun	800	2019
China	Hengli	Dalian	2,250	2H2020
계			11,800	
2019 년			9,550	
2020 년			2,250	

자료: Platts, 현대차증권

〈표2〉 2019~2020 PTA 증설 전망

Country	Company	Location	KTPA	Start-up
India	JBF	Mangalore	1,250	1H~2H19
China	Hengli	Dalian	2,500	4Q19~1H20
China	Hengli	Dalian	2,500	2H20~1H21
China	Xinfengming	Tongxiang	2,200	4Q19~1Q20
China	Yisheng	Ningbo	3,000	Mid-20
China	Yisheng	Ningbo	3,000	2H20~1H21
China	X,Zhongtal	Xingjiang	1,200	1H 2020
China	Huabin/Sinopec	Ningbo	2,200	2H20~1H22
China	Formosa	Ningbo	1,500	2H21
China	Yuntianhua	Kunming	2,000	1H22
China	Ningxia Baota	Ningxia	1,200	Not Clear
China	S.Chengdu	Sichuan	1,200	Not Clear
계			23,750	
2019 년			3,750	
2020 년			14,100	
2021~2022 년			5,900	

자료: Platts, 현대차증권

유가도 저점을 확인. 점진적 상승 기대

유가 저점. 정유사 부정적 영향은 대부분 4Q18로 마무리

유가, 저점 확인 후
점진적 상승 기대

2019년 평균 유가는 2018년 대비 낮아질 전망이다. 다만, 유가도 저점을 확인했기에 현 유가 수준에서는 점진적 상승을 기대한다. 지난 12월 OPEC은 1.2MBPD 감산을 결의했다. Bloomberg에 따르면, 12월 사우디와 러시아의 원유 생산량은 전월 대비 각각 0.42MBPD, 0.04MBPD 감소하여 공급 조절 의지를 보였다. OPEC 전체로는 0.53MBPD 감소하였다. 또한, 이란 제재가 180일간 면제를 받았으나 이미 수출이 크게 감소하고 있다. 6월부터는 이란 원유 수출이 더욱 어려워질 전망이다. 따라서, OPEC의 감산 기간은 6월까지인데 이후 다시 기존 생산량을 어느 정도 회복한다고 하더라도 시장에 미치는 영향은 제한적일 것이다.

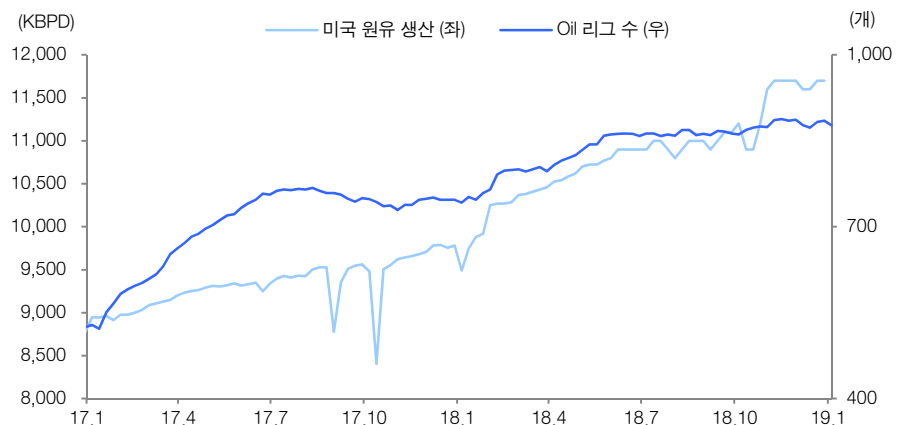
미국 내 상황 고려 시
현재 유가 수준은
저점으로 판단

지난주 미국 Oil Rig수는 직전 주 대비 8기 감소하였다. 미국 Shale Field의 생산 원가가 가장 낮은 Permian 지역을 제외하면, \$40/bbl 중반 수준의 현 유가 수준은 이미 BEP 수준이거나, BEP를 하회하는 수준이다. 따라서, 추가적인 유가 하락은 현재 증산을 주도하고 있는 미국의 원유 생산량을 조정하는 역할을 하게 될 것이다. 하반기 중 미국 원유 수출을 위한 신규 Pipeline 건설이 이어질 예정인데 이는 미국 내 원유 공급과잉을 해소하는 역할을 하게 될 전망이며, Pipeline이 증설되기 전까지 미국 내 원유 생산량 증가 폭은 크지 않을 것이다. 생산을 하더라도 현재 미국 정유사 가동률은 사상최대로 수요가 더 크게 증가하기 어렵고 생산한 원유를 수출 및 수출 하기 위한 인프라도 부족하기 때문이다.

4Q18 재고평가손실 부담,
S-Oil은 상대적으로 낮아

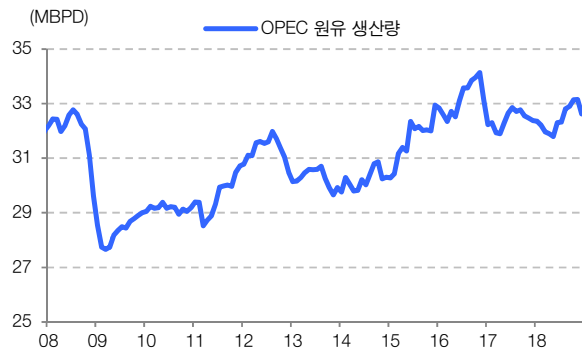
2018년 말 유가 급락으로 정유사들의 4Q18 실적에 재고평가손실이 대부분 반영될 전망이다. 12월 유가가 낮아진 것은 2019년 연간 실적 부담을 완화시키는 요인으로 작용할 것이다. 일부 정유사들은 1Q19에도 재고평가손실분이 일부 반영되겠지만, S-Oil의 경우 가장 마지막 달 유가를 비교하여 재고를 평가하기 때문에 2019년 재고평가 부담은 크게 낮아진 상황이다.

〈그림17〉 미국 원유 생산량 및 Oil Rig 수



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림18〉 OPEC 원유 생산량



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림19〉 사우디 원유 생산량



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림20〉 러시아 원유 생산량



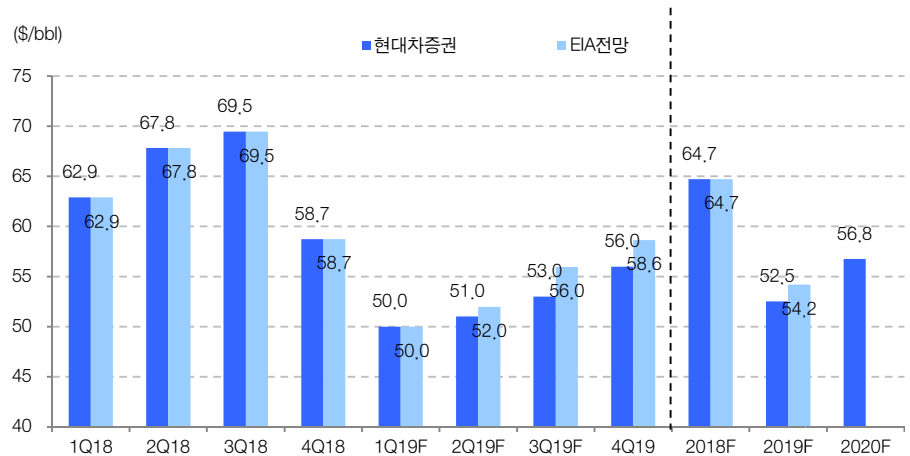
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림21〉 이란 원유 생산량



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림22〉 현대차증권 유가 전망



자료: Bloomberg, 현대차증권

정유사, 구조적 변화를 준비하고 있다.

IMO 2020, Feedstock 경질화, 전기차 확대 등 모든 환경은 정유사들의 구조적 변화를 자극하고 있음. 상대적으로 고부가 사업인 화학부문에 대한 투자로 이어질 것

고도화설비 증설 등
구조적 변화 위해 투자하는
국내 정유사

IMO 2020과 친환경차 시대를 맞이하여 국내 정유사들은 구조적 변화를 위해 투자하여, 결실의 시기를 맞이하고 있다. IMO 2020 시행으로 인한 고유황중유 수요 감소가 기대됨에 따라, 국내 정유사들은 고도화설비 증설을 이어가고 있다. B-C유 생산 비중을 최소화 하기 위함이다. 이 과정에서 일부 고유황중유는 화학제품 생산을 위한 Feedstock으로 사용되고 있다. S-Oil이 가동하는 RUC/ODC에서 Ethylene 20만톤과 PP/PO를 생산하고 있고, 현대오일뱅크가 증설하는 HPC 역시 이를 Feedstock으로 활용하여 화학제품을 생산할 예정이다. 늘어나는 Diesel 수요로 Diesel 마진이 개선되는 효과 역시 여전히 기대 가능하다.

사업확장 및 구조적 변화
기대 가능한 국내 정유사들

장기적으로 Gasoline 수요가 전기차 등으로 인해 구조적으로 감소하거나 Feedstock 경질화로 Naphtha가 공급 과잉이 된다면 정유사들은 결국 Ethylene 생산 확대로 대응 할 수 있다. 이미 S-Oil, GS Caltex, 현대오일뱅크 등 주요 정유사들은 Ethylene 중심의 화학부문 확장에 투자하고 있거나 향후 증설을 준비 중이다. 장기적으로는 Gasoline 생산을 줄이고, 경질 Naphtha를 이용해 Ethylene 생산을 확대할 수 있는 여력도 있다. 또한, SK이노베이션은 2차전지 사업에 집중 투자하고 있어 구조적인 변화를 기대할 수 있다.

국내 정유사 투자 활동,
중장기 사업확장 가능성
높아질 것

최근의 유가 하락 및 정제마진 부진은 침체된 수요의 영향을 배제할 수 없다. 따라서, 경기가 좋지 않는데 과연 투자 매력에 있는가에 대한 의문이 들 수 있다. 그러나, 수요 부진은 Market risk이고 향후 경기 Cycle에 따라 회복 될 수 있는 부분이다. 따라서, 향후 구조적인 변화에 대응하여 투자하고 있는 정유사들의 움직임에 주목해야 한다. 당사가 정유사에 대해 중장기 투자 매력을 주장하는 이유는 이러한 정유사들의 사업 확장 가능성 때문이다.

〈표3〉 국내 Ethylene 설비 증설 계획

(단위: KTPA)	2017	2023	신증설	가동시기	비고
LG 화학	2,200	3,230	1,030	2Q19	NCC
롯데케미칼	2,100	2,300	200	4Q18	NCC
여천 NCC	1,950	2,285	335	3Q20	NCC
한화토탈	1,095	1,405	310	2Q19	NCC
SK 종합화학	860	860	-		NCC
대한유화	800	800	-		NCC
S-Oil		1,200	1,200	2023년	HS-FCC+NCC
GS 칼텍스		700	700	2022년	MFC
현대오일뱅크		750	750	2021년	HPC
계	9,005	14,030	4,525		

자료: 각사, 현대차증권

4Q18 실적 부진이 매수 기회

4Q18 실적 부진 피할 수 없을 것이나, 대부분 1회성 요인. 실적 부진을 매수 기회로

3개 정유사, 4Q18 실적 부진 예상
4Q18 당사 커버리지 3개 정유사 실적은 대부분 부진할 것이다. 특히, 3사 모두 정유 부분의 실적은 불가피할 것으로 전망한다. 다만, GS칼텍스는 상대적으로 낮은 Gasoline 비중과 높은 중간유분 및 B-C 비중으로 상대적으로 안정적인 실적을 기록할 것으로 전망된다. 하지만, 연말 저가법 평가 가정에 따라 1회성 비용이 반영될 수 있다.

향후 정유사 실적 전망
정유사 실적 부진은 1회성 재고평가손실과 부정적인 lagging 효과에 기인한 것으로, 낮은 원가가 반영되는 1Q19는 전분기비 개선이 가능하다. 또한, 1월 OSP가 전월비 \$1.0/bbl 하락하여 실적 개선에 기여 할 것이다. 화학부문은 PX 강세가 적어도 1H19까지 이어질 수 있을 것으로 전망하며 화학부문 역시 여전히 높은 수익성을 유지할 수 있을 전망이다.

〈표4〉 정유 3사 실적 전망

단위: 십억 원		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
SK 이노베이션 투자의견: Buy TP: 240,000 원	매출	12,166	13,438	14,959	13,533	11,091	11,321	11,838	11,736	46,827	54,096	45,985
	정유	8,687	9,773	10,900	9,645	7,626	7,744	8,270	8,179	33,337	39,005	31,819
	화학	2,439	2,532	2,886	2,828	2,535	2,622	2,578	2,566	9,339	10,685	10,302
	유탄유	780	818	823	749	653	651	655	668	3,047	3,169	2,628
	기타	260	316	350	311	276	304	335	322	1,103	1,237	1,236
	영업이익	712	852	836	99	501	609	757	844	3,234	2,498	2,711
	정유	325	533	408	-314	111	233	425	479	1,502	953	1,249
	화학	285	238	346	357	329	316	273	299	1,377	1,225	1,217
	유탄유	129	126	132	112	111	111	111	110	505	499	443
	기타	-27	-46	-50	-56	-50	-50	-53	-44	-150	-179	-198
	세전이익	679	739	684	8	446	534	700	749	3,220	2,109	2,429
	순이익	458	499	444	5	303	363	476	509	2,104	1,407	1,651
S-Oil 투자의견 Buy TP: 140,000 원	매출	5,411	6,003	7,188	6,494	5,873	6,076	5,810	5,924	20,891	25,096	23,682
	정유	4,341	4,754	5,728	4,898	4,226	4,309	4,194	4,307	16,412	19,721	17,036
	화학	690	829	1,050	1,203	1,279	1,372	1,281	1,281	2,864	3,773	5,212
	유탄유	380	420	409	393	368	395	336	336	1,615	1,602	1,435
	영업이익	256	403	316	-264	308	388	486	468	1,373	709	1,649
	정유	90	305	170	-475	92	152	276	269	627	91	790
	화학	81	17	102	160	168	177	152	145	326	359	641
	유탄유	84	81	43	51	48	59	57	54	420	259	218
	세전이익	258	214	315	-326	310	383	482	465	1,645	462	1,640
	순이익	189	163	230	-254	235	290	365	352	1,246	328	1,243
	매출	7,795	9,058	9,804	8,894	7,624	7,732	7,934	8,065	30,318	35,551	31,355
GS칼텍스	정유	5,912	7,086	7,679	6,759	5,749	5,825	6,074	6,228	23,411	27,435	23,876
	화학	1,543	1,610	1,788	1,782	1,566	1,594	1,551	1,523	5,773	6,723	6,234
	유탄유	341	361	337	353	309	313	309	314	1,135	1,392	1,245
	영업이익	281	585	636	93	337	520	625	666	2,002	1,594	2,148
	정유	147	462	457	-127	129	268	416	468	1,341	939	1,280
	화학	67	60	138	165	164	199	160	140	464	431	663
	유탄유	66	63	41	55	44	53	50	58	196	224	204
	세전이익	243	321	616	56	300	483	589	629	1,935	1,237	2,001
	순이익	180	235	437	42	227	365	445	475	1,438	895	1,511
	매출	4,456	4,581	4,810	4,262	4,607	4,795	4,937	4,551	16,210	18,110	18,890
	영업이익	567	557	691	609	595	626	666	628	2,071	2,424	2,515
	세전이익	521	509	661	569	555	586	626	588	1,908	2,260	2,355
	순이익	223	194	310	291	279	235	305	278	986	1,018	1,098

자료: 각사, 현대차증권

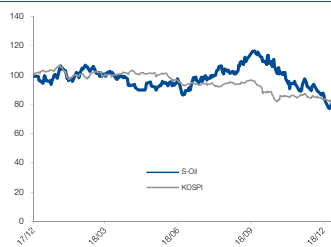
RUC/ODC 정상 가동 중. 2019년 점프업 기대

현재주가 (01/07)	96,300원
상승여력	45.4%
시가총액	10,842십억원
발행주식수	112,583천주
자본금/액면가	292십억원/2,500원
52주 최고가/최저가	137,500원/91,000원
일평균 거래대금 (60일)	35십억원
외국인지분율	78.69%
주요주주	Aramco Overseas Company
	BV 외 12인 63.46%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-11.2 -29.5 -8.7
상대주가(%)	-9.6 -21.5 1.8

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	5,684	9,867	160,000
After	2,856	10,845	140,000
Consensus	6,599	11,262	148,696
Cons. 차이	-56.7%	-3.7%	-5.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 4Q18 실적은 유가 급락으로 부진할 것. 이에 따라, 4Q18 배당도 기대를 크게 하회할 것
- RUC/ODC는 11월부터 정상 가동 중이며, 1Q19에는 ODC 가동을 추가 개선 기대
- 2019년 이익은 RUC/ODC 증설 효과로 전년비 대폭 개선될 전망
- TP 140,000원으로 하향, 최근 주가 하락을 매수 기회로 삼아야 할 것. 정유업종 Top pick 추천

2) 주요이슈 및 실적전망

- 4Q18 실적은 매출액 6.5조원(-9.7% qoq, +11.7% yoy), 영업적자 -2,644억원(적전 qoq, 적전 yoy)로 부진할 전망. 유가 하락에 따른 재고평가손실과 부정적 레깅효과에 기인
- 정유부문 실적은 1회성 재고평가 손실 및 부정적인 Lagging 효과로 영업적자 4,751억원 기록할 전망. 동사 재고평가 기준이 되는 9월과 12월 두바이 유가가 각각 \$77.2/bbl, \$56.7/bbl 기록하여 21/bbl 하락. 재고평가손실 약 2,300억원 기록할 전망. 3Q18 재고평가이익 350억 감안 시, 재고관련 감익이 전분기비 2,650억원. 또한, Lagging효과 감안 시 4Q18 유가 급락에도 불구하고 투입 두바이 유가는 전분기비 \$1.1/bbl 상승하여 부정적 Lagging 효과 발생
- 정유사업 실적은 1Q19부터 OSP 인하 효과 및 낮은 정제마진으로 인한 Teapot 등 소규모 정유사 가동을 조정, 점진적 유가 상승으로 개선될 전망
- RUC/ODC 프로젝트 가동 및 PX 개선으로, 화학부문 실적은 전분기비 개선된 1,596억원(+56.3% qoq, +597.0% yoy) 기록 전망. 시장 우려는 있지만, RUC/ODC는 11월부터 정상 가동 중. ODC는 고객사 상황 및 적정 재고 유지를 고려하여 80% 수준에서 가동되고 있는 것으로 파악됨. 점진적 가동을 상승에 따라 수익성 추가 개선 기대
- 최근 B-C 강세 및 Gasoline 약세로 RUC/ODC 약화. 다만, B-C 강세는 일부 고도화 설비가 IMO2020 시행에 선행하여 가동함에 따른 단기적인 영향. IMO 2020 효과 반영될 전망이다. 2H19에는 자연적으로 정상화 될 것. Gasoline 마진은 Dubai-WTI Spread 축소로 개선 기대
- 중장기 NCC 증설을 기대. 동사는 이미 부지를 구입한 상황이고 1.0MTPA 규모의 NCC 증설을 계획 중. 시기의 문제이나, 2022-2023 중 준공될 가능성 높음. 중장기 고부가 화학사업 비중 확대대로 Fundamental 개선 지속 이어질 것

3) 주가전망 및 Valuation

- 유가 급락으로 단기 실적 및 연말 배당 우려 있지만, 대부분 1회성 요인. 2018년 배당은 기대에 미치지 못하겠지만, 2019년은 RUC/ODC 정상 가동으로 배당 크게 증가할 전망
- 목표주가 140,000원은 2016-2018 평균 P/B multiple 1.8x에 premium 20% 적용. IMO 2020 시행에 따른 수혜로 프리미엄 요인 부각될 것

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	16,322	1,617	1,205	1,904	10,494	89.9	8.1	1.5	5.4	20.5	7.3
2017	20,891	1,373	1,246	1,667	10,870	3.6	10.8	2.0	9.7	18.8	5.0
2018F	25,096	709	328	1,013	2,856	-73.7	34.2	1.7	16.0	4.9	1.6
2019F	23,682	1,649	1,243	2,161	10,845	279.8	8.9	1.5	7.0	17.6	5.9
2020F	24,305	1,892	1,427	2,412	12,438	14.7	7.7	1.4	6.5	18.0	7.2

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 S-Oil 4Q18 실적 전망

(십억원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	4Q18F	4Q17	3Q18	(YoY)	(QoQ)	4Q18F	대비
매출액	6,493.9	5,814.4	7,187.9	11.7%	-9.7%	7,043.0	-7.8%
영업이익	-264.4	369.3	315.7	-171.6%	-183.7%	293.5	-190.1%
영업이익률	-4.1%	6.4%	4.4%	-10.4%p	-8.5%p	4.2%	-8.2%p
세전이익	-325.8	526.9	315.5	-161.8%	-203.3%	236.2	-237.9%
지배지분순이익	-254.1	386.9	229.9	-16.7%	-210.5%	178.1	-242.7%

자료 : S-Oil, Fnguide, 현대차증권

주 : K-IFRS 연결 기준

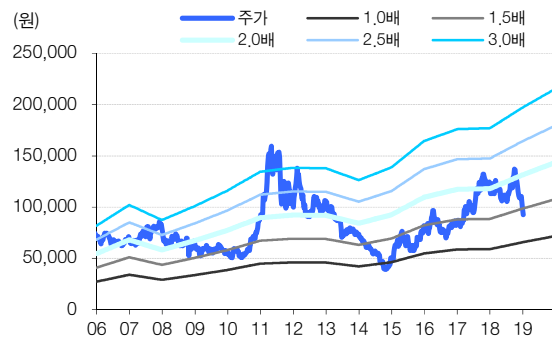
〈표2〉 실적추정 변경

(십억원)

	2018F					2019F				
	변경후	변경전	변동율	Consensus	차이	변경후	변경전	변동율	Consensus	차이
매출액	25,095.9	25,669.9	-2.2%	25,563.0	-1.8%	23,682.5	27,934.2	-15.2%	27,793.6	-14.8%
영업이익	708.5	1,107.0	-36.0%	1,229.8	-42.4%	1,648.8	1,520.2	8.5%	1,816.6	-9.2%
영업이익률	2.8%	4.3%	-1.5%p	4.8%	-2.0%p	7.0%	5.4%	1.5%p	6.5%	0.4%p
지배지분순이익	327.7	651.5	-49.7%	805.3	-59.3%	1,242.9	11,325.0	-89.0%	1,345.4	-7.6%

자료 : S-Oil, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 P/B Band chart



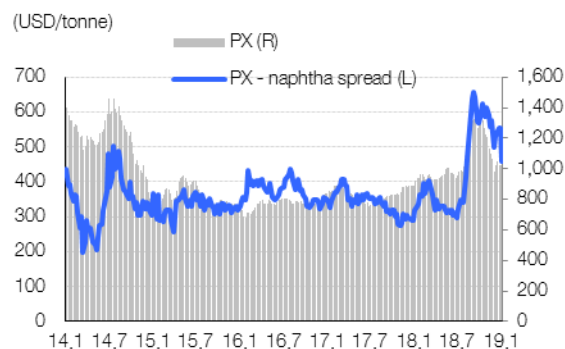
자료 : Fnguide, 현대차증권

〈그림2〉 중국 Teapot 정유사 가동률 조정 기대



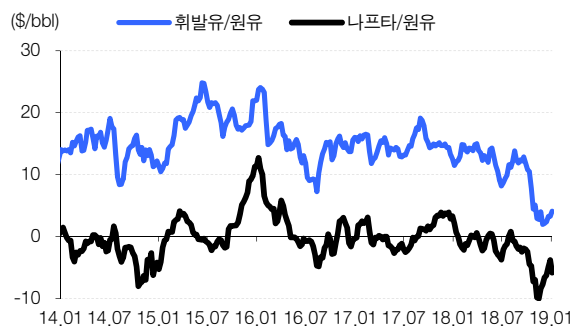
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 PX Spread



자료 : Ciscem, 현대차증권

〈그림4〉 Gasoline/Naphtha 마진 저점에서 반등 중



자료 : Petronet, 현대차증권

〈표3〉 상세 실적 전망

(십억원)

	2017	2018F	2019F	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	20,891	25,096	23,682	24,305	5,411	6,003	7,188	6,494	5,873	6,076	5,810	5,924
% QoQ	-	-	-	-	-6.9%	10.9%	19.7%	-9.7%	-9.6%	3.5%	-4.4%	1.9%
% YoY	28.0%	20.1%	-5.6%	2.6%	4.1%	28.7%	37.9%	11.7%	8.5%	1.2%	-19.2%	-8.8%
정유	16,412	19,721	17,036	17,664	4,341	4,754	5,728	4,898	4,226	4,309	4,194	4,307
% QoQ	-	-	-	-	-4.8%	9.5%	20.5%	-14.5%	-13.7%	2.0%	-2.7%	2.7%
% YoY	31.7%	20.2%	-13.6%	3.7%	7.4%	28.5%	39.5%	7.4%	-2.7%	-9.4%	-26.8%	-12.1%
석유화학	2,864	3,773	5,212	5,153	690	829	1,050	1,203	1,279	1,372	1,281	1,281
% QoQ	-	-	-	-	-17.1%	20.2%	26.7%	14.5%	6.3%	7.3%	-6.7%	0.0%
% YoY	12.6%	31.7%	38.2%	-1.1%	-10.5%	47.9%	50.2%	44.5%	85.3%	65.4%	21.9%	6.5%
윤활기유	1,615	1,602	1,435	1,488	380	420	409	393	368	395	336	336
% QoQ	-	-	-	-	-9.5%	10.6%	-2.5%	-3.9%	-6.5%	7.4%	-14.9%	0.0%
% YoY	22.9%	-0.8%	-10.4%	3.7%	-1.4%	3.4%	1.1%	-6.2%	-3.1%	-5.9%	-17.9%	-14.6%
영업이익	1,373	709	1,649	1,892	256	403	316	-264	308	388	486	468
% QoQ	-	-	-	-	-30.8%	57.6%	-21.6%	적전	흑전	25.9%	25.3%	-3.7%
% YoY	-15.1%	-48.4%	132.7%	14.7%	-23.4%	243.3%	-42.9%	적전	20.5%	-3.7%	53.8%	-276.9%
정유	627	91	790	1,111	90	305	170	-475	92	152	276	269
% QoQ	-	-	-	-	-66.0%	237.6%	-44.2%	적전	흑전	흑전	82.0%	-2.5%
% YoY	-10.3%	-85.5%	768.9%	40.7%	-17.6%	흑전	-49.3%	적전	2.0%	-50.3%	62.1%	-156.7%
석유화학	326	359	641	558	81	17	102	160	168	177	152	145
% QoQ	-	-	-	-	253.7%	-79.6%	518.8%	56.3%	5.2%	5.2%	-13.7%	-5.1%
% YoY	-35.6%	10.3%	78.5%	-13.0%	-42.0%	-77.3%	12.8%	597.0%	107.2%	969.9%	49.2%	-9.4%
윤활기유	420	259	218	223	84	81	43	51	48	59	57	54
% QoQ	-	-	-	-	4.6%	-3.8%	-46.6%	18.4%	-6.5%	23.9%	-3.6%	-5.9%
% YoY	2.0%	-38.3%	-16.0%	2.4%	-0.1%	-37.5%	-65.8%	-36.4%	-43.2%	-26.8%	32.2%	5.1%
영업이익률	6.6%	2.8%	7.0%	7.8%	4.7%	6.7%	4.4%	-4.1%	5.2%	6.4%	8.4%	7.9%
정유	3.8%	0.5%	4.6%	6.3%	2.1%	6.4%	3.0%	-9.7%	2.2%	3.5%	6.6%	6.3%
석유화학	11.4%	9.5%	12.3%	10.8%	11.7%	2.0%	9.7%	13.3%	13.1%	12.9%	11.9%	11.3%
윤활기유	26.0%	16.2%	15.2%	15.0%	22.2%	19.3%	10.6%	13.0%	13.0%	15.0%	17.0%	16.0%
세전이익	1,645	462	1,640	1,882	258	214	315	-326	310	383	482	465
% QoQ	-	-	-	-	-51.0%	-16.9%	47.1%	-203.3%	-195.3%	23.4%	25.8%	-3.6%
% YoY	4.4%	-71.9%	254.6%	14.8%	-50.3%	201.6%	-40.1%	-161.8%	20.2%	78.6%	52.7%	-242.6%
지배지분순이익	1,246	328	1,243	1,427	189	163	230	-254	235	290	365	352
% QoQ	-	-	-	-	-51.2%	-13.5%	40.8%	-210.5%	-192.6%	23.4%	25.8%	-3.6%
% YoY	3.4%	-73.7%	279.2%	14.8%	-52.1%	143.9%	-42.3%	-165.7%	24.7%	77.9%	58.8%	-238.6%

자료: S-Oil, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	16,322	20,891	25,096	23,682	24,305
증가율 (%)	-8.8	28.0	20.1	-5.6	2.6
매출원가	14,021	18,783	23,751	21,276	21,635
매출원가율 (%)	85.9	89.9	94.6	89.8	89.0
매출총이익	2,301	2,108	1,345	2,407	2,670
매출이익률 (%)	14.1	10.1	5.4	10.2	11.0
증가율 (%)	58.5	-8.4	-36.2	78.9	10.9
판매관리비	684	735	637	758	778
판매비율 (%)	4.2	3.5	2.5	3.2	3.2
EBITDA	1,904	1,667	1,013	2,161	2,412
EBITDA 이익률 (%)	11.7	8.0	4.0	9.1	9.9
증가율 (%)	74.5	-12.4	-39.3	113.4	11.6
영업이익	1,617	1,373	709	1,649	1,892
영업이익률 (%)	9.9	6.6	2.8	7.0	7.8
증가율 (%)	97.8	-15.1	-48.4	132.7	14.7
영업외손익	-48	266	-250	-13	-36
금융수익	185	330	95	43	23
금융비용	245	127	186	63	59
기타영업외손익	11	63	-159	8	0
종속/관계기업관련손익	7	5	4	4	27
세전계속사업이익	1,575	1,645	462	1,640	1,882
세전계속사업이익률	9.7	7.9	1.8	6.9	7.7
증가율 (%)	93.8	4.4	-71.9	254.6	14.8
법인세비용	370	398	135	397	456
계속사업이익	1,205	1,246	328	1,243	1,427
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	1,246	328	1,243	1,427
당기순이익률 (%)	7.4	6.0	1.3	5.2	5.9
증가율 (%)	90.9	3.4	-73.7	279.2	14.8
지배주주지분 순이익	1,205	1,246	328	1,243	1,427
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	6	8	1	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	329	1,243	1,427

(단위: 십억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	1,722	1,143	255	1,997	1,754
당기순이익	1,205	1,246	328	1,243	1,427
유형자산 상각비	278	285	296	504	511
무형자산 상각비	8	9	8	9	9
외환손익	99	-80	72	-8	0
운전자본의 감소(증가)	-188	-236	-389	253	-167
기타	319	-81	-61	-4	-27
투자활동으로인한현금흐름	-1,967	-832	-166	-997	-1,590
투자자산의 감소(증가)	17	4	53	7	23
유형자산의 감소	7	3	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,064	-2,414	-1,761	-1,000	-1,600
기타	-928	1,575	1,542	-5	-13
재무활동으로인한현금흐름	811	-598	909	-728	-681
장기차입금의 증가(감소)	453	-265	1,153	-501	0
사채의증가(감소)	349	699	20	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-210	-803	-617	-233	-687
기타	218	-229	353	5	5
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	566	-287	998	272	-518
기초현금	201	767	480	1,478	1,750
기말현금	767	480	1,478	1,750	1,232

* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,974	6,775	6,518	6,395	6,131
현금성자산	767	480	1,478	1,750	1,232
단기투자자산	3,446	1,742	33	33	35
매출채권	1,155	1,539	1,614	1,473	1,563
재고자산	2,423	2,791	2,881	2,628	2,789
기타유동자산	183	223	512	512	512
비유동자산	5,985	8,313	9,846	10,342	11,437
유형자산	5,711	7,969	9,554	10,050	11,139
무형자산	54	105	105	108	111
투자자산	123	125	76	73	76
기타비유동자산	96	114	111	111	111
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	13,959	15,087	16,364	16,737	17,568
유동부채	4,833	4,544	5,973	5,858	5,935
단기차입금	1,789	1,355	2,415	2,415	2,415
매입채무	1,141	1,733	1,397	1,274	1,352
유동성장기부채	357	14	390	396	401
기타유동부채	1,546	1,442	1,771	1,774	1,767
비유동부채	2,735	3,700	3,836	3,315	3,328
사채	1,971	2,670	2,690	2,690	2,690
장기차입금	592	804	900	400	400
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	171	226	246	224	238
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,567	8,245	9,809	9,172	9,263
지배주주지분	6,392	6,843	6,555	7,565	8,305
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
자본조정 등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	25	23	25	25	25
이익잉여금	4,745	5,198	4,909	5,919	6,669
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	6,555	7,565	8,305

(단위: 원,백%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	10,494	10,870	2,856	10,845	12,438
EPS(지배순이익 기준)	10,494	10,870	2,856	10,845	12,438
BPS(자본총계 기준)	54,814	58,682	56,213	64,874	71,220
BPS(지배자본 기준)	54,814	58,682	56,213	64,874	71,220
DPS	6,200	5,900	1,600	5,700	6,900
P/E(당기순이익 기준)	8.1	10.8	34.2	8.9	7.7
P/E(지배순이익 기준)	8.1	10.8	34.2	8.9	7.7
P/B(자본총계 기준)	1.5	2.0	1.7	1.5	1.4
P/B(지배자본 기준)	1.5	2.0	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA(Reported)	5.4	9.7	16.0	7.0	6.5
배당수익률	7.3	5.0	1.6	5.9	7.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	89.9	3.6	-73.7	279.8	14.7
EPS(지배순이익 기준)	89.9	3.6	-73.7	279.8	14.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	20.5	18.8	4.9	17.6	18.0
ROE(지배순이익 기준)	20.5	18.8	4.9	17.6	18.0
ROA	9.7	8.6	2.1	7.5	8.3
안정성 (%)					
부채비율	118.4	120.5	149.6	121.3	111.5
순차입금비율	8.6	38.4	74.6	54.5	55.9
이자보상배율	28.7	23.6	44.3	26.0	32.0

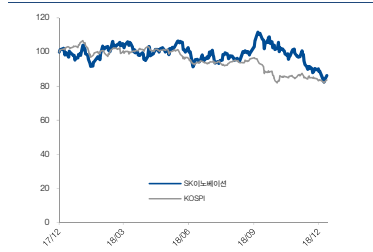
배당이 저점을 지지. 정제마진도 유가도 바닥

현재주가 (01/07)	174,000원
상승여력	37.9%
시가총액	16,089십억원
발행주식수	92,466천주
자본금/액면가	469십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	225,500원/166,500원
일평균 거래대금 (60일)	48십억원
외국인지분율	38.34%
주요주주	SK 외 2인 33.42%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-7.2 -22.3 -9.8
상대주가(%)	-5.4 -13.5 0.6

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	17,477	19,088	270,000
After	15,108	17,743	240,000
Consensus	17,702	20,912	263,095
Cons. 차이	-14.7%	-15.2%	-8.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 4Q18 실적 유가 급락 및 정제마진 부진으로 부진할 전망
- VRDS는 예상보다 빠르게 진행 중. 빠르면 1Q20 중 가동도 가능할 전망
- 4분기 실적 부진에도 연말 배당은 6,400원 유지할 전망. 연간 8,000원 배당 감안할 때 현 주가수준은 배당수익률 4% 중반 수준. 배당이 저점을 지지할 전망
- 목표주가는 240,000원으로 하향. 2016년-2018년 평균 Trading band 0.93x에 프리미엄 30% 적용. 이는 1)IMO2020 시행에 따른 수혜, 2)2016년부터 중간배당 시행 및 배당금 상향 반영
- 정제마진 및 유가 저점. 중장기 주가 저점으로 판단

2) 주요이슈 및 실적전망

- 4Q18 실적은 매출액 13.5조원(-9.5% qoq, +7.8% yoy), 영업이익 991억원(-88.1 qoq, -88.3% yoy) 기록하여 부진할 전망
- 석유부분은 부정적인 Lagging 효과와 재고평가손실에 따른 것. 석유사업은 영업적자 3,140억원 기록할 전망. 다만, 최근 정제마진이 저점에서 반등하고 있고, OSP하락 효과 및 1분기 중 긍정적인 Lagging효과 감안 시, 석유부분 실적은 1Q19 중 다시 흑자전환 기대
- 화학부분은 Olefin 사업 부진 영향 있지만, PX 호조에 따라 전분기와 유사한 수준 이익 기대
- VRDS 투자로 연간 4,000억원 수준 EBITDA 기록할 전망. 탐방결과 예상보다 빠르게 건설 진행 중이며, 빠르면 1Q20부터 가동도 가능할 전망
- IMO2020 시행으로 Gasoline 마진을 보수적으로 보더라도, Diesel/Kero 마진 개선에 따라 2H19부터 정제마진은 개선될 전망
- 최근 EV용 2차전지 시장은 기술력/자금력/레코드를 보유한 업체들이 과점화되는 양상. 반면, 프로젝트 사이즈가 점차 확대되면서 2~3개 업체가 발주를 받는 상황으로 Cell 업체들의 협상력이 높아지는 상황. 당사는 2022년까지 55GWh 수준으로 Capa를 확장할 전망
- 4Q18 실적 부진으로 영업이익이 전년비 크게 낮아질 전망이나, 회사는 여전히 주주친화적 정책 유지 의지 강함. 이에 따라, 연말 DPS 6,400원 및 연간 DPS 8,000원 유지 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 안정적인 배당(DPS 8,000원)을 감안하면 현 수준에서 4% 중반 수준의 배당수익률 기대. 높은 배당수익률이 저점을 지지할 전망
- IMO2020 시행 및 2차전지 관련 사업 성장, VRDS 투자로 성장 모멘텀 부각될 것

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	39,521	3,228	1,671	4,143	17,988	105.6	8.1	0.8	3.8	10.1	4.4
2017	46,261	3,234	2,104	4,134	22,643	25.9	9.0	1.1	5.2	12.0	3.9
2018F	54,096	2,498	1,407	3,407	15,108	-33.3	11.9	0.9	6.3	7.8	4.5
2019F	45,985	2,711	1,651	3,602	17,743	17.4	9.8	0.9	6.1	9.0	4.6
2020F	49,050	3,535	2,154	4,453	23,185	30.7	7.5	0.8	5.2	11.0	4.7

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 SK이노베이션 4Q18 실적 전망

(십억원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	4Q18F	4Q17	3Q18	(YoY)	(QoQ)	4Q18F	대비
매출액	13,533.5	12,553.9	14,958.7	7.8%	-9.5%	14,306.1	-5.4%
영업이익	99.1	845.3	835.8	-88.3%	-88.1%	535.4	-81.5%
영업이익률	0.7%	6.7%	5.6%	-6.0%p	-4.9%p	3.7%	-3.0%p
세전이익	7.7	662.4	696.3	-98.8%	-98.9%	477.2	-98.4%
지배지분순이익	5.2	295.5	444.3	-98.2%	-98.8%	349.3	-98.5%

자료 : SK이노베이션, Fnguide, 현대차증권

주 : K-IFRS 연결 기준

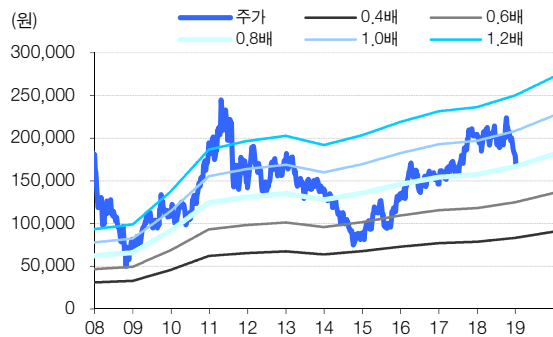
〈표2〉 실적추정 변경

(십억원)

	2018F					2019F				
	변경후	변경전	변동율	Consensus	차이	변경후	변경전	변동율	Consensus	차이
매출액	54,096.3	54,586.3	-0.9%	54,571.0	-0.9%	45,985.2	51,870.3	-11.3%	55,697.5	-17.4%
영업이익	2,498.1	2,815.6	-11.3%	2,868.0	-12.9%	2,711.0	2,886.9	-6.1%	2,980.2	-9.0%
영업이익률	4.6%	5.2%	-0.5%p	5.3%	-0.6%p	5.9%	5.6%	0.3%p	5.4%	0.5%p
지배지분순이익	1,407.0	1,626.1	-13.5%	1,703.7	-17.4%	1,650.7	1,775.8	-7.0%	1,985.4	-16.9%

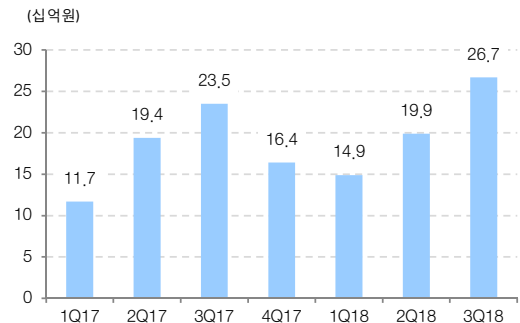
자료 : SK이노베이션, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 P/B Band chart



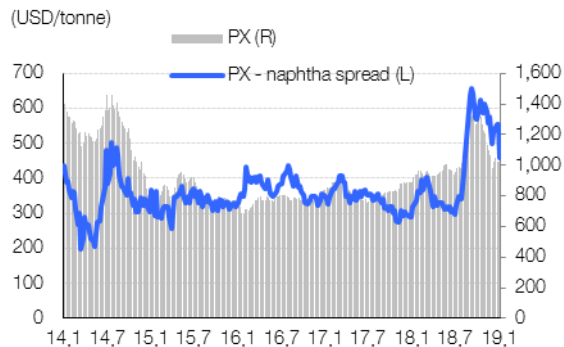
자료 : Fnguide, 현대차증권

〈그림2〉 정보전자소재 영업이익 추이



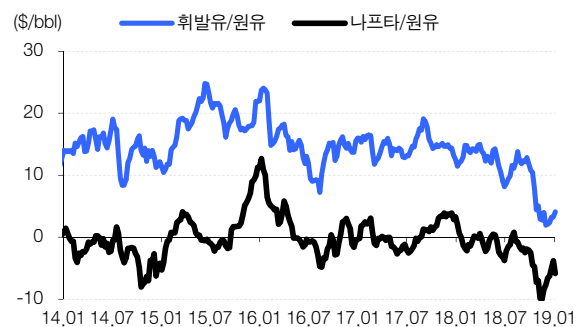
자료 : SK이노베이션, 현대차증권

〈그림3〉 PX Spread



자료 : Cischem, 현대차증권

〈그림4〉 Gasoline/Naphtha 마진 반등



자료 : Petronet, 현대차증권

〈표3〉 상세 실적 전망

(십억원)

	2017	2018F	2019F	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	46,261	54,096	45,985	49,050	12,166	13,438	14,959	13,533	11,091	11,321	11,838	11,736
% QoQ	-	-	-	-	-7.3%	10.5%	11.3%	-9.5%	-18.1%	2.1%	4.6%	-0.9%
% YoY	17.1%	16.9%	-15.0%	6.7%	6.8%	27.2%	27.2%	3.2%	-8.8%	-15.8%	-20.9%	-13.3%
석유	33,337	39,005	31,819	34,682	8,687	9,773	10,900	9,645	7,626	7,744	8,270	8,179
% QoQ	-	-	-	-	-8.1%	12.5%	11.5%	-11.5%	-20.9%	1.5%	6.8%	-1.1%
% YoY	17.5%	17.0%	-18.4%	9.0%	7.7%	32.3%	29.3%	2.0%	-12.2%	-20.8%	-24.1%	-15.2%
화학	9,339	10,685	10,302	10,320	2,439	2,532	2,886	2,828	2,535	2,622	2,578	2,566
% QoQ	-	-	-	-	-4.4%	3.8%	14.0%	-2.0%	-10.4%	3.4%	-1.7%	-0.4%
% YoY	21.5%	14.4%	-3.6%	0.2%	4.5%	17.0%	25.9%	10.9%	3.9%	3.6%	-10.7%	-9.3%
운환유	3,047	3,169	2,628	2,719	780	818	823	749	653	651	655	668
% QoQ	-	-	-	-	-4.0%	4.9%	0.6%	-9.0%	-12.7%	-0.4%	0.7%	2.0%
% YoY	20.2%	4.0%	-17.1%	3.5%	7.0%	8.1%	9.7%	-7.8%	-16.2%	-20.4%	-20.4%	-10.8%
E&P	636	703	633	647	157	185	193	168	160	156	158	160
% QoQ	-	-	-	-	-9.5%	17.6%	4.5%	-13.1%	-4.9%	-2.3%	1.1%	1.4%
% YoY	19.8%	10.6%	-9.9%	2.2%	-10.9%	36.5%	28.7%	-3.3%	1.5%	-15.6%	-18.3%	-4.8%
기타	467	534	603	681	103	131	157	143	116	148	177	162
% QoQ	-	-	-	-	-18.9%	27.3%	19.6%	-8.5%	-18.9%	27.3%	19.6%	-8.5%
% YoY	17.4%	14.2%	13.0%	13.0%	20.8%	12.0%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
영업이익	3,234	2,498	2,711	3,535	712	852	836	99	501	609	757	844
% QoQ	-	-	-	-	-15.8%	19.7%	-1.9%	-88.1%	405.8%	21.6%	24.3%	11.5%
% YoY	0.2%	-22.8%	8.5%	30.4%	-29.1%	102.2%	-13.3%	-88.3%	-29.6%	-28.5%	-9.4%	751.7%
석유	1,502	953	1,249	2,067	325	533	408	-314	111	233	425	479
% QoQ	-	-	-	-	-36.1%	63.9%	-23.4%	적전	흑전	110.6%	82.2%	12.7%
% YoY	-7.6%	-36.5%	31.0%	65.5%	-28.3%	4167.2%	-22.4%	적전	-65.9%	-56.2%	4.1%	흑전
화학	1,377	1,225	1,217	1,150	285	238	346	357	329	316	273	299
% QoQ	-	-	-	-	8.4%	-16.5%	45.4%	3.2%	-7.6%	-4.2%	-13.5%	9.5%
% YoY	11.8%	-11.1%	-0.7%	-5.5%	-37.4%	-28.8%	6.0%	35.7%	15.7%	32.8%	-21.0%	-16.2%
운환유	505	499	443	430	129	126	132	112	111	111	111	110
% QoQ	-	-	-	-	-11.7%	-1.9%	4.7%	-14.9%	-1.1%	-0.4%	0.7%	-1.0%
% YoY	7.8%	-1.2%	-11.2%	-3.0%	35.5%	4.9%	-8.4%	-22.9%	-13.6%	-12.3%	-15.6%	-1.9%
E&P	188	235	217	239	45	59	72	59	54	53	54	56
% QoQ	-	-	-	-	-12.5%	32.4%	21.1%	-18.1%	-7.7%	-2.3%	1.1%	4.3%
% YoY	79.1%	24.6%	-7.5%	10.3%	-21.8%	68.5%	60.6%	14.8%	21.2%	-10.5%	-25.3%	-4.8%
기타	-338	-413	-415	-352	-72	-105	-122	-115	-105	-104	-106	-100
% QoQ	-	-	-	-	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률	7.0%	4.6%	5.9%	7.2%	5.8%	6.3%	5.6%	0.7%	4.5%	5.4%	6.4%	7.2%
석유	4.5%	2.4%	3.9%	6.0%	3.7%	5.5%	3.7%	-3.3%	1.5%	3.0%	5.1%	5.9%
화학	14.7%	11.5%	11.8%	11.1%	11.7%	9.4%	12.0%	12.6%	13.0%	12.0%	10.6%	11.6%
운환유	16.6%	15.7%	16.9%	15.8%	16.5%	15.4%	16.0%	15.0%	17.0%	17.0%	17.0%	16.5%
기타	-13.6%	-14.4%	-16.0%	-8.5%	-10.5%	-14.4%	-14.3%	-17.9%	-18.2%	-16.6%	-15.7%	-13.8%
세전이익	3,235	2,109	2,429	3,170	679	739	684	8	446	534	700	749
% QoQ	-	-	-	-	2.5%	8.8%	-7.4%	-98.9%	5685.9%	19.6%	31.2%	7.0%
% YoY	33.5%	-34.8%	15.2%	30.5%	-41.4%	75.2%	-30.0%	-98.8%	-34.3%	-27.8%	2.3%	9622.9%
지배지분순이익	2,104	1,407	1,651	2,154	458	499	444	5	303	363	476	509
% QoQ	-	-	-	-	55.1%	8.9%	-11.0%	-98.8%	5685.9%	19.6%	31.2%	7.0%
% YoY	25.9%	-33.1%	17.3%	30.5%	-45.9%	79.3%	-34.9%	-98.2%	-33.9%	-27.4%	7.1%	9622.9%

자료: SK이노베이션, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	39,521	46,261	54,096	45,985	49,050
증가율 (%)	-18.3	17.1	16.9	-15.0	6.7
매출원가	34,562	40,906	49,262	40,826	42,846
매출원가율 (%)	87.5	88.4	91.1	88.8	87.4
매출총이익	4,959	5,356	4,834	5,159	6,203
매출이익률 (%)	12.5	11.6	8.9	11.2	12.6
증가율 (%)	19.2	8.0	-9.7	6.7	20.2
판매관리비	1,730	2,121	2,336	2,448	2,669
판매비율 (%)	4.4	4.6	4.3	5.3	5.4
EBITDA	4,143	4,134	3,407	3,602	4,453
EBITDA 이익률 (%)	10.5	8.9	6.3	7.8	9.1
증가율 (%)	41.3	-0.2	-17.6	5.7	23.6
영업이익	3,228	3,234	2,498	2,711	3,535
영업이익률 (%)	8.2	7.0	4.6	5.9	7.2
증가율 (%)	63.1	0.2	-22.8	8.5	30.4
영업외손익	-681	-311	-542	-452	-585
금융수익	1,792	1,883	1,404	170	80
금융비용	2,082	2,063	1,888	622	643
기타영업외손익	-391	-141	-58	0	-23
종속/관계기업관련손익	-124	311	154	170	220
세전계속사업이익	2,423	3,235	2,109	2,429	3,170
세전계속사업이익률	6.1	7.0	3.9	5.3	6.5
증가율 (%)	46.5	33.5	-34.8	15.2	30.5
법인세비용	702	1,079	672	736	960
계속사업이익	1,721	2,156	1,438	1,693	2,209
중단사업이익	0	-11	12,40170	0	0
당기순이익	1,721	2,145	1,450	1,693	2,209
당기순이익률 (%)	4.4	4.6	2.7	3.7	4.5
증가율 (%)	98.4	24.6	-32.4	16.7	30.5
지배주주지분 순이익	1,671	2,104	1,407	1,651	2,154
비지배주주지분 순이익	50	41	43	42	55
기타포괄이익	-10	-267	106	0	0
총포괄이익	1,711	1,878	1,556	1,693	2,209

(단위: 십억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	3,678	2,180	1,826	2,919	2,596
당기순이익	1,721	2,145	1,450	1,693	2,209
유형자산 상각비	799	791	823	804	836
무형자산 상각비	115	109	86	86	82
외환손익	29	-75	-15	-75	23
운전자본의 감소(증가)	268	-1,214	-497	580	-334
기타	745	425	-20	-170	-220
투자활동으로인한현금흐름	-2,056	-1,066	-818	-2,777	-3,039
투자자산의 감소(증가)	337	164	-210	227	182
유형자산의 감소	40	75	17	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-607	-938	-1,742	-3,200	-3,200
기타	-1,827	-366	1,118	196	-21
재무활동으로인한현금흐름	-2,019	-1,671	129	-104	-728
장기차입금의 증가(감소)	-260	285	349	103	-22
사채의증가(감소)	-1,342	-890	1,618	500	0
자본의 증가	0	-118	0	0	0
배당금	-451	-757	-822	-706	-706
기타	35	-191	-1,015	0	0
기타현금흐름	21	-84	26	0	0
현금의증가(감소)	-375	-640	1,164	38	-1,171
기초현금	3,020	2,644	2,004	3,167	3,205
기말현금	2,644	2,004	3,167	3,205	2,034

* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	14,988	16,219	16,396	14,858	14,442
현금성자산	2,644	2,004	3,167	3,205	2,034
단기투자자산	3,111	2,339	799	678	676
매출채권	3,937	4,821	4,906	4,254	4,592
재고자산	4,445	5,979	6,063	5,249	5,666
기타유동자산	850	1,076	1,471	1,472	1,473
비유동자산	17,594	18,024	19,649	21,901	24,221
유형자산	13,603	13,587	14,409	16,805	19,169
무형자산	1,272	1,521	1,880	1,794	1,712
투자자산	2,567	2,820	3,267	3,210	3,248
기타비유동자산	151	96	92	92	92
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	32,581	34,244	36,044	36,759	38,663
유동부채	8,737	9,955	10,101	9,502	9,873
단기차입금	22	243	391	547	558
매입채무	4,208	5,265	5,267	4,568	4,931
유동성정기부채	1,678	1,272	1,289	1,289	1,288
기타유동부채	2,829	3,174	3,153	3,098	3,096
비유동부채	5,540	4,979	6,880	7,206	7,235
사채	4,123	3,233	4,851	5,351	5,351
장기차입금	747	830	1,017	977	937
장기금융부채 (리스포함)	2	1	4	4	4
기타비유동부채	668	916	1,008	874	944
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	14,276	14,934	16,980	16,708	17,108
지배주주지분	17,103	18,086	17,875	18,820	20,268
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,766	5,766	5,766	5,766
자본조정 등	-136	-136	-1,138	-1,138	-1,138
기타포괄이익누계액	216	-54	82	82	82
이익잉여금	10,671	12,042	12,696	13,641	15,089
비지배주주지분	1,202	1,224	1,189	1,232	1,287
자본총계	18,305	19,309	19,064	20,051	21,555

(단위: 원,백%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	18,530	23,090	15,575	18,201	23,782
EPS(지배순이익 기준)	17,988	22,643	15,108	17,743	23,185
BPS(자본총계 기준)	195,329	206,045	203,427	213,962	230,006
BPS(지배자본 기준)	182,504	192,989	190,737	200,820	216,275
DPS	6,400	8,000	8,000	8,000	8,200
P/E(당기순이익 기준)	7.9	8.9	11.5	9.6	7.3
P/E(지배순이익 기준)	8.1	9.0	11.9	9.8	7.5
P/B(자본총계 기준)	0.8	1.0	0.9	0.8	0.8
P/B(지배자본 기준)	0.8	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(Reported)	3.8	5.2	6.3	6.1	5.2
배당수익률	4.4	3.9	4.5	4.6	4.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	98.9	24.6	-32.5	16.9	30.7
EPS(지배순이익 기준)	105.6	25.9	-33.3	17.4	30.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.7	11.4	7.6	8.7	10.6
ROE(지배순이익 기준)	10.1	12.0	7.8	9.0	11.0
ROA	5.4	6.4	4.1	4.7	5.9
안정성 (%)					
부채비율	78.0	77.3	89.1	83.3	79.4
순차입금비율	5.0	6.9	19.3	21.8	25.6
이자보상배율	12.8	15.7	10.0	9.0	11.0

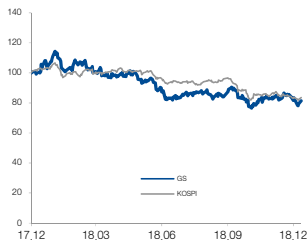
상대적으로 안정적 실적 시현 전망

현재주가 (01/07)	50,300원
상승여력	43.1%
시가총액	4,674십억원
발행주식수	92,915천주
자본금/액면가	474십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	70,700원/47,300원
일평균 거래대금 (60일)	9십억원
외국인지분율	21.41%
주요주주	허창수 외 47인 33.38%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-0.8 -9.4 -2.1
상대주가(%)	1.1 0.9 9.2

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	10,635	12,009	72,000
After	10,914	11,772	72,000
Consensus	9,838	11,240	74,222
Cons. 차이	10.9%	4.7%	-3.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 4Q18 실적 컨센서스를 상회할 것으로 전망. 1회성 영업이익 약 2,000억원 반영
- GS칼텍스는 상대적으로 Gasoline 비중이 낮고, 중간유분 및 B-C유 비중이 높아 정유부문 실적 상대적으로 안정적일 전망
- 안정적인 이익을 바탕으로 배당도 소폭 증가할 수 있을 것으로 판단. 연간 영업이익은 GS칼텍스 고도화 설비 정상화 및 발전자회사 실적 개선으로 전년비 개선. DPS 역시 소폭 개선될 것으로 전망. DPS 2,000원 기대. 두자리 수 ROE 대비 P/B 0.6x 저평가 영역

2) 주요이슈 및 실적전망

- 4Q18 실적은 매출액 4.3조원(-11.4% qoq, +1.3% yoy), 영업이익 6,094억원(-11.8% qoq, +13.5% yoy) 기록하여 컨센서스를 상회할 전망
- 컨센서스를 상회하는 이유는 GS칼텍스 실적 부진에도 불구하고, 영업이익에 약 2,000억원 수준 1회성 이익 반영. 3분기 중 도시가스 자회사 매각에 따른 매각 차익 반영
- GS칼텍스 4Q18 실적은 매출액 8.9조원(-9.3% qoq, +4.0% yoy), 영업이익 929억원(-85.4% qoq, -85.2% yoy) 기록하여 상대적으로 안정적인 실적 기대. 이는 4분기 부진했던 Gasoline 비중이 낮고, 상대적으로 견조했던 중간유분 및 B-C유 비중이 높기 때문. 다만, 향후 재고자산 저가법 적용 가정에 따라 1회성 비용이 발생할 가능성도 있음
- GS칼텍스는 MFC 증설을 진행하고 있음. 예상보다 빠르게 진행되고 있어, 2021년 2Q~3Q 중 가동 될 수도 있을 것으로 기대됨. 2019-2020 IMO 효과까지 감안하면, 당분간 GS칼텍스 이익은 꾸준히 증가할 것
- GS칼텍스 고도화 설비 정상화, 파르나스 호텔 이익 반영, 발전자회사 이익 개선 등으로 이익은 전년비 개선 될 전망. 지금까지 꾸준히 배당 개선되어 왔고, 배당 증대 니즈가 있음. 이를 감안하면, 2018년 배당도 소폭 증가 가능할 것. DPS 2,000원 기대

3) 주가전망 및 Valuation

- 동사가 보유한 GS칼텍스 및 상장회사 가치 감안하면 대단한 저평가 수준. 매력적인 배당 수익률 및 이익 개선 추이 감안 시 중장기 주가 우상향 기대

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	13,462	1,754	806	1,754	8,640	64.0	6.3	0.7	8.4	12.1	3.0
2017	16,210	2,071	986	2,071	10,578	22.4	5.9	0.8	7.6	13.4	2.9
2018F	18,110	2,425	1,018	2,425	10,914	3.2	4.7	0.6	6.2	12.5	3.9
2019F	18,890	2,515	1,098	2,515	11,772	7.9	4.3	0.5	6.0	12.1	4.4
2020F	20,656	2,851	1,241	2,851	13,310	13.1	3.8	0.5	5.4	12.4	4.6

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 GS 4Q18 실적 전망

(십억원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	4Q18F	4Q17	3Q18	(YoY)	(QoQ)	4Q18F	대비
매출액	4,262.5	4,207.1	4,809.6	1.3%	-11.4%	4,483.9	-4.9%
영업이익	609.4	537.1	691.4	13.5%	-11.8%	511.3	19.2%
영업이익률	14.3%	12.8%	14.4%	1.5%p	-0.1%p	11.4%	2.9%p
세전이익	4,262.5	4,207.1	4,809.6	1.3%	-11.4%	499.8	752.8%
지배지분순이익	609.4	537.1	691.4	13.5%	-11.9%	207.8	193.2%

자료 : GS, Fnguide, 현대차증권

주 : K-IFRS 연결 기준

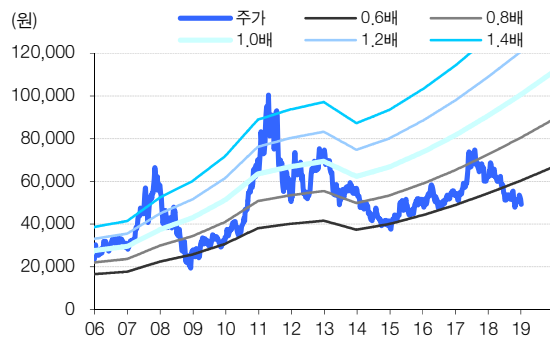
〈표2〉 실적추정 변경

(십억원)

	2018F					2019F				
	변경후	변경전	변동율	Consensus	차이	변경후	변경전	변동율	Consensus	차이
매출액	18,109.6	18,340.0	-1.3%	18,325.0	-1.2%	18,889.6	19,281.0	-2.0%	19,133.3	-1.3%
영업이익	2,424.6	2,387.1	1.6%	2,305.8	5.2%	2,515.3	2,594.8	-3.1%	2,500.8	0.6%
영업이익률	13.4%	13.0%	0.4%p	12.6%	0.8%p	13.3%	13.5%	-0.1%p	13.1%	0.2%p
지배지분순이익	1,017.7	991.4	2.7%	931.6	9.2%	1,097.8	1,120.9	-2.1%	1,064.5	3.1%

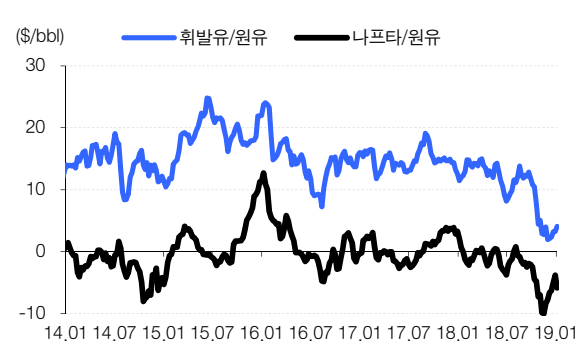
자료 : GS, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 P/B Band chart



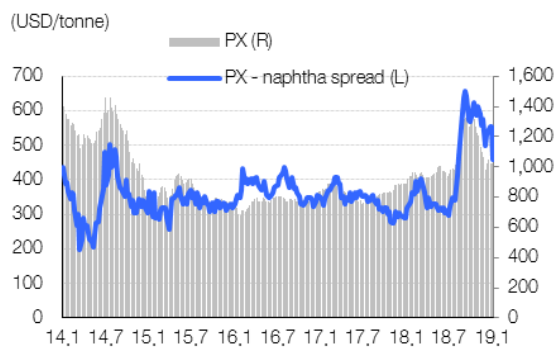
자료 : Fnguide, 현대차증권

〈그림2〉 Gasoline/Naphtha 마진 개선



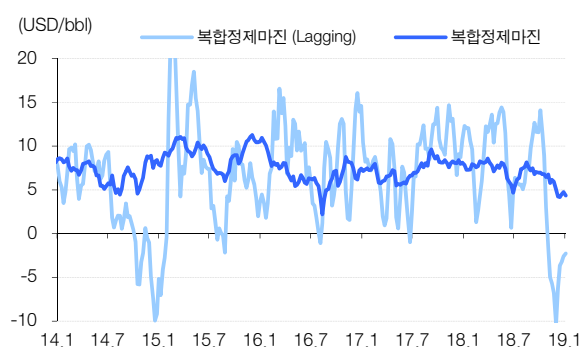
자료 : Cischem, 현대차증권

〈그림3〉 PX Spread



자료 : 삼성SDI, 현대차증권

〈그림4〉 정제마진 점진적 개선 기대



자료 : Petronet, 현대차증권

〈표3〉 GS 상세 실적 전망

(십억원)

	2017	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	16,210	18,110	18,890	4,456	4,581	4,810	4,262	4,607	4,795	4,937	4,551
% QoQ	-	-	-	5.9%	2.8%	5.0%	-11.4%	8.1%	4.1%	3.0%	-7.8%
% YoY	20.4%	11.7%	4.3%	13.7%	18.8%	13.7%	1.3%	3.4%	4.7%	2.6%	6.8%
GS 리테일	8,267	8,676	9,083	1,995	2,199	2,325	2,157	2,099	2,316	2,440	2,228
GS 글로벌	3,387	3,963	4,082	1,005	1,027	1,044	888	1,035	1,058	1,075	914
GS EPS	883	1,024	968	292	264	213	255	287	243	216	221
GS E&R	1,126	1,703	1,598	453	397	438	414	418	389	389	402
지분법 이익(칼텍스, 홈쇼핑, 파워)	795	547	864	128	137	229	53	158	206	234	267
임대 수익	180	211	214	52	53	53	53	53	53	53	53
상표권 수익	56	63	62	14	18	17	15	14	17	15	16
에너지 및 기타	1,517	1,922	2,018	518	487	490	427				
영업이익	2,071	2,424	2,721	567	557	691	609	595	626	666	834
% QoQ	-	-	-	5.5%	-1.7%	24.1%	-11.8%	-2.3%	5.1%	6.4%	25.3%
% YoY	18.1%	17.0%	12.2%	-12.2%	42.2%	39.2%	13.5%	5.1%	12.3%	-3.7%	36.9%
영업이익률	12.8%	13.4%	14.4%	12.7%	12.2%	14.4%	14.3%	12.9%	13.1%	13.5%	18.3%
GS 리테일	166	190	212	22	56	78	35	24	63	86	39
GS 글로벌	48	54	51	14	18	14	9	13	16	14	7
GS EPS	113	135	130	56	21	29	28	56	19	29	27
GS E&R	127	198	189	92	30	39	37	83	25	47	34
에너지 및 기타	587	1,025	999	189	226	233	378	195	225	188	391
세전이익	1,908	2,300	2,721	521	509	661	609	595	626	666	834
당기순이익	1,092	1,198	1,440	272	221	351	353	339	285	368	448
자비자분순이익	986	1,038	1,270	223	194	310	312	299	251	325	395
% QoQ	-	-	-	2.9%	-13.1%	59.8%	0.6%	-4.0%	-16.1%	29.5%	21.6%
% YoY	22.4%	5.3%	22.3%	-44.4%	44.4%	32.3%	43.7%	34.1%	29.5%	4.9%	26.7%

자료 : GS, 현대차증권

〈표4〉 GS 칼텍스 상세 실적 전망

(십억원)

	2017	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	30,318	35,551	31,355	7,795	9,058	9,804	8,894	7,624	7,732	7,934	8,065
% QoQ				-8.9%	16.2%	8.2%	-9.3%	-14.3%	1.4%	2.6%	1.6%
% YoY	17.6%	17.3%	-11.8%	7.1%	30.4%	30.0%	4.0%	-2.2%	-14.6%	-19.1%	-9.3%
정유	23,411	27,435	23,876	5,912	7,086	7,679	6,759	5,749	5,825	6,074	6,228
% QoQ				-10.4%	19.9%	8.4%	-12.0%	-14.9%	1.3%	4.3%	2.5%
% YoY	17.6%	17.2%	-13.0%	4.9%	33.1%	31.1%	2.5%	-2.8%	-17.8%	-20.9%	-7.8%
석유화학	5,773	6,723	6,234	1,543	1,610	1,788	1,782	1,566	1,594	1,551	1,523
% QoQ				-7.0%	4.3%	11.1%	-0.4%	-12.1%	1.7%	-2.7%	-1.9%
% YoY	20.2%	16.5%	-7.3%	13.2%	19.8%	27.2%	7.4%	1.5%	-1.0%	-13.3%	-14.6%
유탄기유	1,135	1,392	1,245	341	361	337	353	309	313	309	314
% QoQ				14.5%	6.0%	-6.8%	5.0%	-12.5%	1.2%	-1.5%	1.7%
% YoY	8.9%	22.7%	-10.6%	22.3%	30.3%	19.8%	18.7%	-9.2%	-13.3%	-8.3%	-11.2%
영업이익	2,002	1,594	2,148	281	585	636	93	337	520	625	666
% QoQ	-	-	-	-55.3%	108.3%	8.8%	-85.4%	262.7%	54.3%	20.3%	6.4%
% YoY	-6.5%	-20.4%	34.7%	-52.0%	178.4%	9.9%	-85.2%	20.0%	-11.1%	-1.7%	616.5%
정유	1,341	939	1,280	147	462	457	-127	129	268	416	468
% QoQ	-	-	-	-70.5%	213.4%	-1.1%	-127.8%	-201.3%	108.0%	55.2%	12.5%
% YoY	-2.5%	-30.0%	36.3%	-61.2%	1274.3%	7.0%	-125.4%	-12.7%	-42.0%	-9.0%	-467.9%
석유화학	464	431	663	67	60	138	165	164	199	160	140
% QoQ	-	-	-	-23.1%	-10.5%	131.0%	19.4%	-0.7%	21.1%	-19.5%	-12.4%
% YoY	-11.0%	-7.1%	54.1%	-57.9%	-52.0%	49.0%	89.9%	145.3%	231.8%	15.7%	-15.1%
유탄기유	196	224	204	66	63	41	55	44	53	50	58
% QoQ	-	-	-	63.5%	-5.7%	-35.1%	34.8%	-19.7%	20.9%	-6.7%	16.0%
% YoY	-18.8%	14.1%	-8.9%	44.0%	21.7%	-30.5%	35.0%	-33.7%	-15.0%	22.1%	5.1%
영업이익률	6.6%	4.5%	6.8%	3.6%	6.5%	6.5%	1.0%	4.4%	6.7%	7.9%	8.3%
정유	5.7%	3.4%	5.4%	2.5%	6.5%	6.0%	-1.9%	2.2%	4.6%	6.8%	7.5%
석유화학	8.0%	6.4%	10.6%	4.3%	3.7%	7.7%	9.3%	10.5%	12.5%	10.3%	9.2%
유탄기유	17.3%	16.1%	16.4%	19.5%	17.3%	12.1%	15.5%	14.2%	17.0%	16.1%	18.3%
세전이익	1,935	1,237	2,001	243	321	616	56	300	483	589	629
% QoQ	-	-	-	-54.6%	32.2%	91.5%	-90.9%	433.6%	60.9%	21.8%	6.8%
% YoY	6.0%	-36.1%	61.8%	-67.0%	73.9%	29.0%	-89.5%	23.5%	50.3%	-4.4%	1017.7%
지배지분순이익	1,438	895	1,511	180	235	437	42	227	365	445	475
% QoQ	-	-	-	-52.3%	30.4%	85.9%	-90.3%	433.6%	60.9%	21.8%	6.8%
% YoY	1.5%	-37.8%	68.9%	-68.0%	73.8%	20.6%	-88.7%	25.8%	55.2%	1.7%	1017.7%

자료 : GS칼텍스, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	13,462	16,210	18,110	18,890	20,656
증가율 (%)	10.5	20.4	11.7	4.3	9.3
매출원가	10,273	12,449	13,689	13,903	15,075
매출원가율 (%)	76.3	76.8	75.6	73.6	73.0
매출총이익	3,189	3,761	4,421	4,987	5,581
매출이익률 (%)	23.7	23.2	24.4	26.4	27.0
증가율 (%)	10.7	17.9	17.5	12.8	11.9
판매관리비	1,435	1,690	1,996	2,472	2,730
판매비율 (%)	10.7	10.4	11.0	13.1	13.2
EBITDA	1,754	2,071	2,425	2,515	2,851
EBITDA 이익률 (%)	13.0	12.8	13.4	13.3	13.8
증가율 (%)	9.3	18.1	17.1	3.7	13.3
영업이익	1,754	2,071	2,425	2,515	2,851
영업이익률 (%)	13.0	12.8	13.4	13.3	13.8
증가율 (%)	9.3	18.1	17.1	3.7	13.3
영업외손익	-125	-164	-164	-160	-160
금융수익	33	52	33	0	0
금융비용	249	262	262	160	160
기타영업외손익	91	46	65	0	0
총속·관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,629	1,908	2,260	2,355	2,691
세전계속사업이익률	12.1	11.8	12.5	12.5	13.0
증가율 (%)	24.4	17.1	18.5	4.2	14.2
법인세비용	663	816	1,086	1,110	1,283
계속사업이익	966	1,092	1,174	1,245	1,407
중단사업이익	-42,935	0,186	0,059	0	0
당기순이익	923	1,092	1,174	1,245	1,407
당기순이익률 (%)	6.9	6.7	6.5	6.6	6.8
증가율 (%)	81.3	18.3	7.6	6.0	13.0
지배주주지분 순이익	806	986	1,018	1,098	1,241
비지배주주지분 순이익	118	106	157	147	167
기타포괄이익	17	-146	25	0	0
총포괄이익	941	945	1,199	1,245	1,407

(단위: 십억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	852	1,306	1,173	1,336	1,577
당기순이익	923	1,092	1,174	1,245	1,407
유형자산 상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-113	7	-431	91	170
기타	42	208	430	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-524	-1,418	-740	-1,029	-1,615
투자자산의 감소(증가)	-364	-694	-196	-217	-794
유형자산의 감소	29	19	21	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-923	-1,118	-763	-800	-800
기타	735	375	199	-12	-21
재무활동으로인한현금흐름	-336	335	-725	-189	-208
장기차입금의 증가(감소)	-106	251	331	0	101
사채의증가(감소)	-857	445	-789	0	-100
자본의 증가	-10	-82	0	0	0
배당금	-172	-188	-203	-189	-208
기타	809	-91	-64	0	0
기타현금흐름	5	-3	8	0	0
현금의증가(감소)	-3	219	-284	118	-245
기초현금	507	504	723	439	557
기말현금	504	723	439	557	312

* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,473	2,875	2,467	2,713	2,684
현금성자산	504	723	439	557	312
단기투자자산	353	357	175	187	208
매출채권	965	981	1,006	1,074	1,194
재고자산	335	533	507	542	602
기타유동자산	316	281	340	353	368
비유동자산	17,868	19,129	20,077	21,094	22,688
유형자산	7,866	8,401	9,076	9,876	10,676
무형자산	1,890	1,788	1,898	1,898	1,898
투자자산	5,999	6,693	6,889	7,106	7,900
기타비유동자산	2,114	2,247	2,214	2,214	2,214
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	20,341	22,004	22,545	23,808	25,372
유동부채	3,771	4,451	4,445	4,571	4,894
단기차입금	547	1,113	1,142	1,142	1,242
매입채무	828	1,009	0	0	0
유동성장기부채	1,416	1,251	1,435	1,435	1,435
기타유동부채	979	1,078	1,868	1,994	2,217
비유동부채	7,650	7,890	7,424	7,505	7,547
사채	4,061	4,506	3,717	3,717	3,617
장기차입금	2,499	2,198	2,504	2,504	2,504
장기금융부채 (리스포함)	14	7	7	7	7
기타비유동부채	1,076	1,179	1,195	1,276	1,418
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	11,421	12,341	11,869	12,076	12,441
지배주주지분	6,964	7,730	8,604	9,513	10,545
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,270	1,188	1,188	1,188	1,188
자본조정 등	-3,107	-2,943	-2,943	-2,943	-2,943
기타포괄이익누계액	-20	-174	-145	-145	-145
이익잉여금	8,348	9,186	10,031	10,939	11,971
비지배주주지분	1,956	1,932	2,072	2,219	2,386
자본총계	8,920	9,663	10,676	11,732	12,931

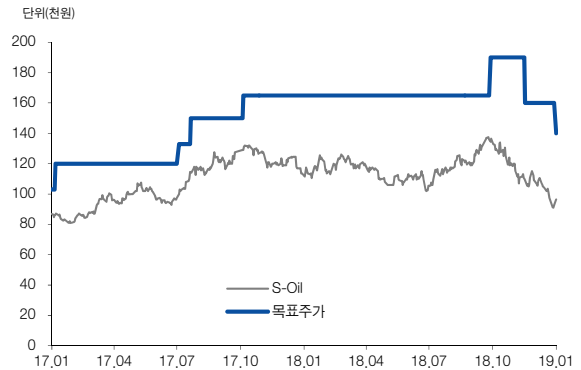
(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	9,906	11,716	12,601	13,358	15,103
EPS(지배순이익 기준)	8,640	10,578	10,914	11,772	13,310
BPS(자본총계 기준)	94,195	102,034	112,738	123,886	136,548
BPS(지배자본 기준)	73,540	81,628	90,860	100,452	111,354
DPS	1,600	1,800	2,000	2,200	2,300
P/E(당기순이익 기준)	5.5	5.3	4.1	3.8	3.3
P/E(지배순이익 기준)	6.3	5.9	4.7	4.3	3.8
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
P/B(지배자본 기준)	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(Reported)	8.4	7.6	6.2	6.0	5.4
배당수익률	3.0	2.9	3.9	4.4	4.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	81.7	18.3	7.5	6.0	13.1
EPS(지배순이익 기준)	64.0	22.4	3.2	7.9	13.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.9	11.8	11.5	11.1	11.4
ROE(지배순이익 기준)	12.1	13.4	12.5	12.1	12.4
ROA	4.7	5.2	5.3	5.4	5.7
안정성 (%)					
부채비율	128.0	127.7	111.2	102.9	96.2
순차입금비율	86.3	82.8	76.8	68.8	64.1
이자보상배율	7.4	8.1	N/A	N/A	N/A

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18/04/24	BUY	165,000	-33.3	-33.3
18/04/26	BUY	165,000	-34.2	-31.8
18/05/30	BUY	165,000	-33.7	-31.5
18/06/26	BUY	165,000	-33.6	-30.3
18/07/03	BUY	165,000	-34.0	-29.7
18/07/17	BUY	165,000	-33.6	-29.4
18/07/27	BUY	165,000	-32.3	-23.9
18/08/24	BUY	165,000	-31.6	-23.9
18/09/11	BUY	165,000	-30.2	-16.7
18/10/04	BUY	190,000	-31.1	-28.2
18/10/22	BUY	190,000	-31.7	-28.2
18/10/29	BUY	190,000	-35.9	-28.2
18/11/23	BUY	160,000	-34.3	-28.1
19/01/08	BUY	140,000	-	-

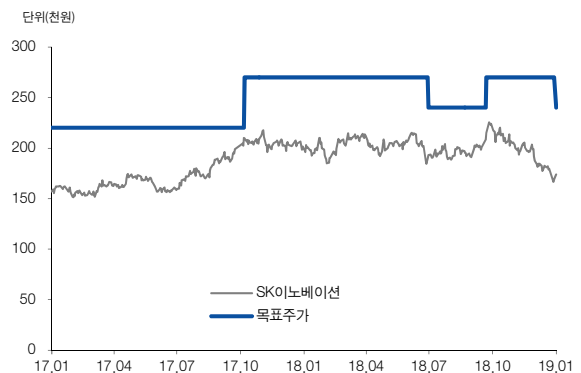
▶ 최근 2년간 S-Oil 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18/05/30	BUY	270,000	-24.5	-20.4
18/07/06	BUY	240,000	-19.7	-17.3
18/07/17	BUY	240,000	-19.0	-15.8
18/07/30	BUY	240,000	-18.9	-15.0
18/08/21	BUY	240,000	-18.9	-15.0
18/09/11	BUY	240,000	-18.7	-15.0
18/09/17	BUY	240,000	-18.4	-13.1
18/09/28	BUY	270,000	-19.5	-16.5
18/10/22	BUY	270,000	-20.2	-16.5
18/10/26	BUY	270,000	-21.0	-16.5
18/11/05	BUY	270,000	-22.7	-16.5
18/11/23	BUY	270,000	-24.3	-16.5
18/12/14	BUY	270,000	-26.3	-16.5
19/01/08	BUY	240,000	-	-

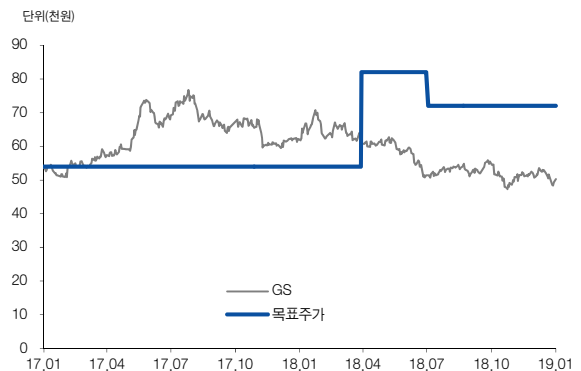
▶ 최근 2년간 SK이노베이션 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18/04/05	BUY	82,000	-25.9	-24.4
18/05/09	BUY	82,000	-25.7	-23.5
18/05/30	BUY	82,000	-28.4	-23.5
18/07/09	BUY	72,000	-26.6	-23.9
18/09/11	BUY	72,000	-26.3	-22.4
18/10/10	BUY	72,000	-26.4	-22.4
18/10/18	BUY	72,000	-26.5	-22.4
18/10/22	BUY	72,000	-27.4	-22.4
18/11/09	BUY	72,000	-27.7	-22.4
19/01/08	BUY	72,000	-	-

▶ 최근 2년간 GS 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M,PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2018.01.01~2018.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	92.45%
보유	12건	7.55%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.