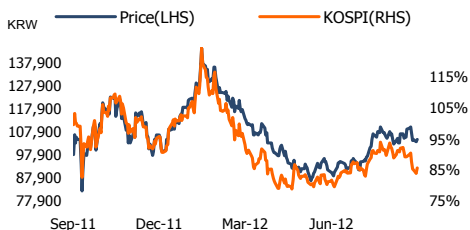


Company Update

Korea / Refining & Petrochemical				
27 September 2012	BUY			
목표주가	150,000 원			
현재주가 (26 Sep 12)	104,000 원			
Upside/downside (%)	44.2			
KOSPI	1980.44			
시가총액 (십억원)	11,709			
52 주 최저/최고	81,600 / 145,000			
일평균거래대금 (십억원)	40.6			
외국인 지분율 (%)	48.3			
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E	Dec-14E
매출액 (십억원)	31,914	35,950	38,165	39,838
영업이익 (십억원)	1,633.7	1,167.5	1,865.4	2,102.0
당기순이익 (십억원)	1,191.0	869.9	1,423.8	1,603.6
수정순이익 (십억원)	1,191.0	869.9	1,423.8	1,603.6
EPS (원)	10,214	7,460	12,211	13,753
EPS 성장률 (%)	67.6	(27.0)	63.7	12.6
P/E (x)	9.8	14.1	8.6	7.6
EV/EBITDA (x)	1.9	2.6	1.3	1.1
배당수익률 (%)	4.8	3.3	5.5	6.2
P/B (x)	2.2	2.2	1.9	1.6
ROE (%)	24.5	16.0	23.2	22.7
순차입금/자기자본 (%)	71.7	63.2	44.3	35.5
Performance				



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(1.4)	14.5	5.6
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(4.6)	5.6	(14.3)

권영배, CFA, Analyst

3774 6012 yb.kwon@miraesasset.com

홍우태

3774 1478 wthong@miraesasset.com

S-Oil (010950 KS)

유가는 내려도...

주요 원유가격 하락에도 불구하고 정제마진은 견고하게 유지 중. 9월 들어 브렌트 유가는 5.1% 하락하였으나, 아시아지역 정제마진은 1.6% 하락에 그침. 가솔린 가격은 오히려 상승했고, BC 유 가격 하락으로 가솔린-BC, 디젤-BC 스프레드도 개선되었기 때문. 미국의 낮은 석유제품 재고는 아시아지역 석유제품의 가격을 지지할 것. BTX 가격의 강세는 계속되고 있고, PX/두바이 원유 비율은 14 배까지 상승. 우리는 S-Oil 의 3분기 영업이익 추정치를 5,220 억원으로 22% 상향 조정함. 이는 예상보다 높은 정제마진을 반영한 것. 현재까지 3분기 평균 정제마진은 US\$9.1/bbl 로 우리 가정치 US\$8.6/bbl 보다 6% 높음. 우리는 S-Oil 의 밸류에이션 프리미엄이 더 확대될 것으로 전망. 투자의견 매수 및 목표주가 150,000 원 유지하며 정유업종 최선호주로 추천.

9월 유가 하락에도 불구하고 정제마진 상승

브렌트 유가는 현재(2012년 9월 24일) US\$110.3/bbl 로 9월 들어 6 달러(또는 5.1%) 하락. 같은 기간 두바이 및 WTI 원유도 각각 2.6%, 5.0% 하락함. 그러나 현재 정제마진은 (싱가포르 복합 정제마진 기준) US\$9.0/bbl 로 9월 들어 US\$0.1/bbl(또는 1.6%)하락에 그침. 정제마진이 높게 유지될 수 있었던 것은 가솔린 등 주요 석유제품의 가격은 오히려 상승했기 때문. 9월 가솔린 가격은 8월말 대비 1.7% 상승. 또한 BC 유 가격 하락으로 가솔린-BC 스프레드와 디젤-BC 스프레드는 각각 US\$6.1/bbl, US\$0.1/bbl 확대됨. 현재까지 3분기 평균 정제마진은 US\$9.1/bbl 로 우리 전망치 US\$8.6/bbl 보다 6% 높음.

미국의 낮은 가솔린/디젤 재고 수준, 아시아 가격 지지할 것

현재 미국의 가솔린과 디젤 재고는 각각 전년대비 8%, 19% 감소. 오랜 기간 지속되어 온 백워드이션이 주 원인임. 백워드이션은 재고 감소의 가장 강한 인센티브이기 때문. 미국(USGC 기준)의 가솔린/디젤 가격과 아시아(싱가포르 기준) 가격 차이는 각각 US\$19/bbl 과 US\$2/bbl 까지 확대. 우리는 상대적으로 높게 유지되고 있는 미국의 석유제품 가격이 아시아지역 가격을 지지할 것으로 전망.

BTX, PX 강세 지속

우리는 북미지역의 셰일가스 개발 붐으로 인해 BTX 계열 가격의 장기 강세를 전망하고 있음. 미국의 벤젠 가격은 이미 WTI 대비 15 배 수준까지 상승했으며, 아시아지역 벤젠 가격 상승을 이끌고 있음. 그리고 아시아(FOB Korea 기준)의 PX(Para-xylene)가격은 2분기말 대비 25% 상승(미국 +18%, 유럽 +28%). PX/두바이 원유 비율은 현재 14.0 배로 2분기 평균 13.3 배보다 높아, 최근 PX 가격 강세를 반영하고 있음. 북미의 BTX 계열 생산 감소와 아시아지역의 다운스트림 수요 증가로 당분간 PX 가격 강세는 유지될 전망.

투자의견 매수, 목표주가 150,000 원, 정유업종 Top pick

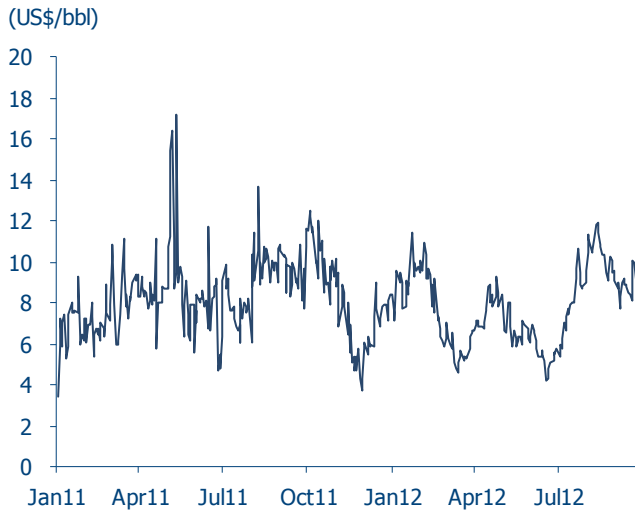
S-Oil 의 3분기 영업이익 추정치를 5,220 억원으로 22% 상향. 우리의 추정치는 컨센서스 영업이익 4,203 억원보다 24% 높음. 이는 높게 유지되고 있는 정제마진과 유가를 반영. 현재 S-Oil 은 12개월 Fwd BPS 대비 2.0 배에 거래되고 있음. 이는 정유주 평균 12개월 Fwd PB 인 1.2 배보다 67% 높음. 우리는 동사의 높은 지속가능 ROE(23.2%)와 배당매력(연말 주당 배당금 3,000 원 예상), 석유화학 업스트림에서의 강한 포지션을 감안할 때 동사의 밸류에이션 프리미엄은 더 확대될 것으로 전망. 투자의견 매수 및 목표주가 150,000 원을 유지하며, 정유업종 최선호주로 추천.

Figure 1 실적 추정치 변화

	Old			New			Difference		
(KRW bn, %)	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
Revenue	35,950	38,165	39,838	35,950	38,165	39,838	0.0	0.0	0.0
Operating Profit	1,072	1,865	2,102	1,167	1,865	2,102	8.9	0.0	0.0
Net profit	802	1,424	1,604	870	1,424	1,604	8.5	0.0	0.0
OPM	3.0	4.9	5.3	3.2	4.9	5.3	+0.3ppt	0ppt	0ppt
NPM	2.2	3.7	4.0	2.4	3.7	4.0	+0.2ppt	0ppt	0ppt

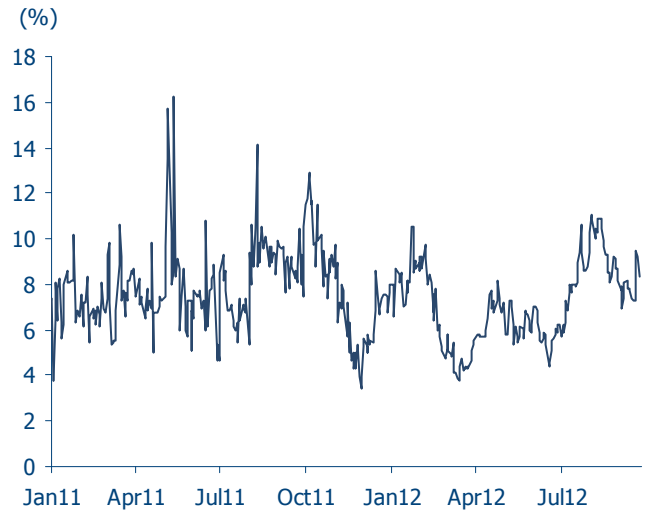
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 싱가포르 복합 정제마진



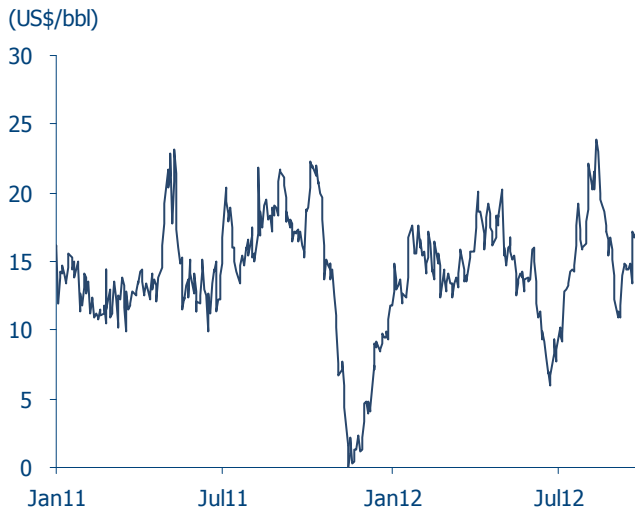
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 싱가포르 복합 정제마진 / 두바이유가



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 아시아 가솔린 크랙 마진



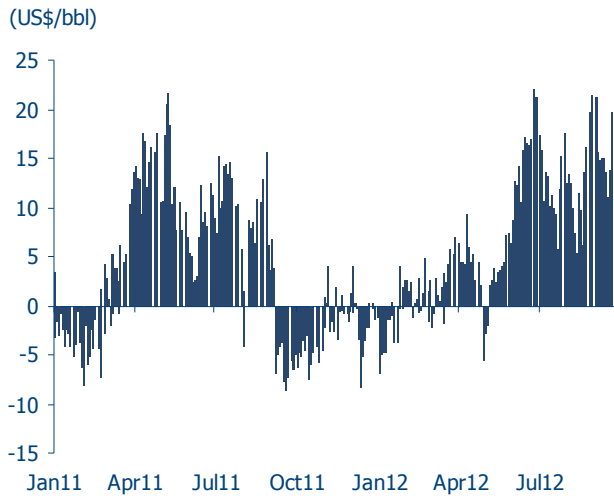
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 아시아 디젤 크랙 마진



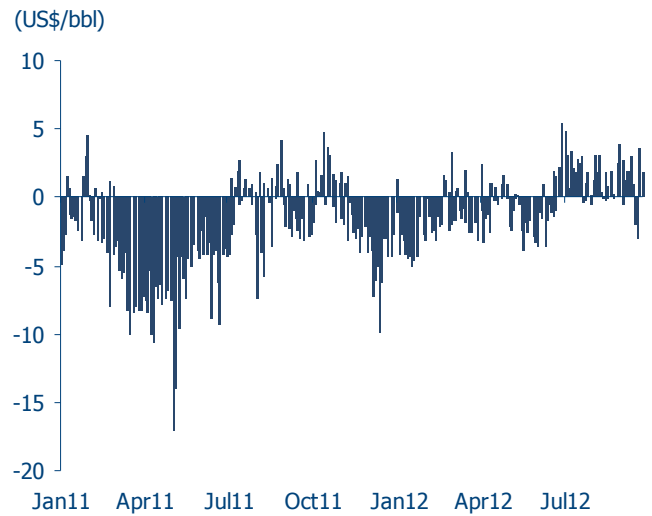
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 가솔린 가격 스프레드 (USGC-Singapore)



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 디젤 가격 스프레드 (USGC-Singapore)



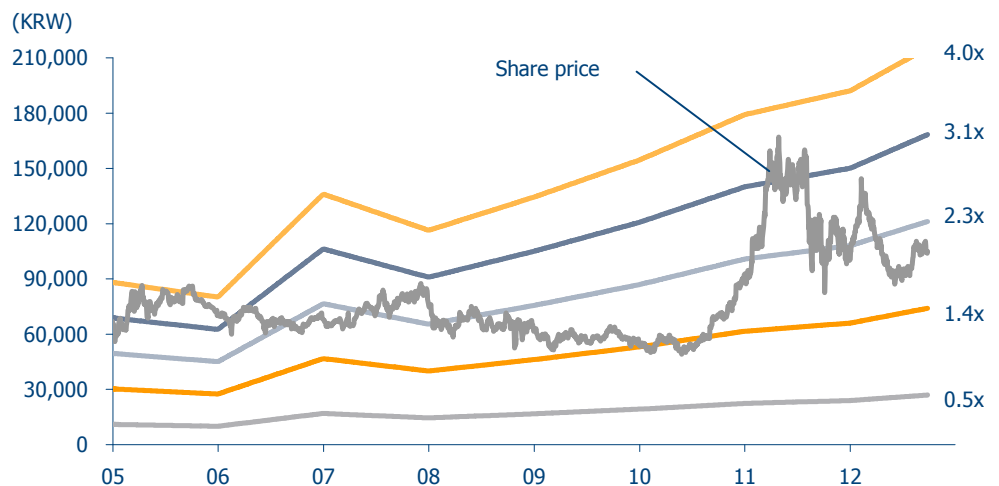
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 PX - 납사 스프레드



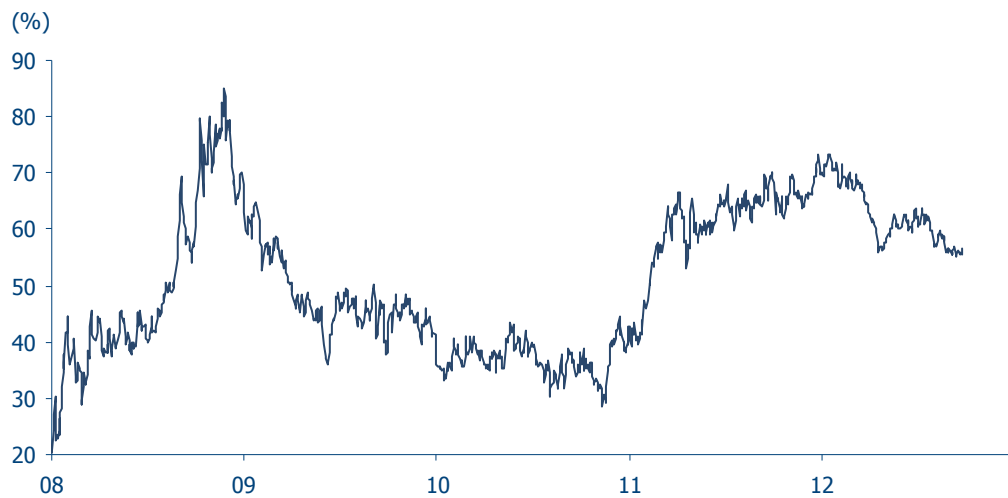
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 12개월 Fwd P/B 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 S-Oil vs. 정유업종 상대 P/B (12개월 Fwd P/B)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 Comparison table

		SKI	SOIL	GSH	LGC	HPC	KKPC	HWC
Code		096770 KS	010950 KS	078930 KS	051910 KS	011170 KS	011780 KS	009830 KS
Rating		BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	HOLD
Target price (KRW)		220,000	150,000	80,000	335,000	320,000	145,000	21,000
Current price (26 Sep, KRW)		166,000	104,000	65,600	325,000	254,000	123,000	21,600
Upside (%)		32.5	44.2	22.0	3.1	26.0	17.9	-2.8
Target PB (x)		1.3	2.9	1.1	2.1	1.4	2.2	0.7
Long-term ROE (%)		13.7	23.2	14.5	16.9	15.3	24.3	8.5
Cost of equity (%)		11.5	10.0	13.5	9.5	11.5	12.5	11.0
Long-term growth (%)		3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Sales	2011	68,477	31,914	8,493	22,676	15,700	6,457	7,943
(KRW bn)	2012F	76,578	35,950	9,957	23,708	15,887	6,313	6,744
	2013F	81,373	38,165	12,160	25,655	17,570	7,073	7,549
	2014F	87,906	39,838	12,949	27,779	19,099	7,633	7,985
Operating profit	2011	2,842	1,634	930	2,835	1,491	842	326
(KRW bn)	2012F	2,392	1,167	850	2,114	652	365	210
	2013F	3,073	1,865	1,239	2,504	1,486	602	344
	2014F	3,402	2,102	1,406	3,006	1,759	759	414
Net income	2011	3,169	1,191	774	2,138	978	506	254
(KRW bn)	2012F	1,571	870	625	1,613	466	253	163
	2013F	2,271	1,424	997	1,889	1,032	433	292
	2014F	2,521	1,604	1,145	2,270	1,235	551	342
OPM (%)	2011	4.2	5.1	11.0	12.5	9.5	13.0	4.1
	2012F	3.1	3.2	8.5	8.9	4.1	5.8	3.1
	2013F	3.8	4.9	10.2	9.8	8.5	8.5	4.6
	2014F	3.9	5.3	10.9	10.8	9.2	9.9	5.2
ROA (%)	2011	9.7	10.3	7.9	15.3	10.0	11.4	2.2
	2012F	4.5	6.6	5.4	9.8	4.2	5.2	1.3
	2013F	6.1	10.1	7.4	10.3	8.6	8.1	2.2
	2014F	6.3	11.0	7.8	11.3	9.4	9.2	2.3
ROE (%)	2011	23.7	24.5	13.6	24.4	17.4	44.5	6.2
	2012F	10.5	16.0	10.0	15.8	7.4	16.5	3.9
	2013F	13.8	23.5	14.4	16.3	14.7	24.0	6.7
	2014F	13.6	23.0	14.5	16.9	15.3	24.6	7.4
Div yield (%)	2011	1.7	4.6	2.1	1.2	0.7	1.6	2.1
	2012F	1.7	3.3	2.1	1.0	0.4	0.8	1.2
	2013F	2.1	5.6	2.6	1.1	0.7	1.2	1.9
	2014F	2.4	6.3	3.0	1.2	0.8	1.5	2.1
EPS growth (%)	2011	178.3	63.2	-4.3	-0.9	23.7	-12.1	-36.5
	2012F	-50.4	-27.0	-19.2	-24.5	-52.3	-50.0	-35.7
	2013F	44.6	63.7	59.5	17.1	121.3	71.3	79.3
	2014F	11.0	12.6	14.9	20.2	19.7	27.3	17.0
P/E (x)	2011	4.9	10.2	8.0	11.2	8.3	6.8	12.0
	2012F	9.9	13.9	9.9	14.8	17.4	13.6	18.7
	2013F	6.9	8.5	6.2	12.7	7.8	7.9	10.5
	2014F	6.2	7.6	5.4	10.5	6.6	6.2	8.9
adj. P/B (x)	2011	1.1	2.3	1.0	2.5	1.3	2.4	0.7
	2012F	1.0	2.1	1.0	2.3	1.2	2.1	0.7
	2013F	0.9	1.9	0.8	1.9	1.1	1.7	0.7
	2014F	0.8	1.6	0.7	1.7	0.9	1.4	0.6
adj. BPS (KRW)	2011	155,551	44,796	63,540	129,918	193,276	51,891	29,513
	2012F	165,171	48,591	68,080	144,392	204,393	57,853	29,886
	2013F	185,900	55,989	77,872	166,671	235,025	71,569	31,583
	2014F	208,799	63,792	89,030	193,633	271,801	89,158	33,572
EPS (KRW)	2011	33,816	10,214	8,172	29,074	30,701	18,124	1,793
	2012F	16,760	7,460	6,603	21,940	14,634	9,059	1,152
	2013F	24,230	12,211	10,531	25,688	32,386	15,517	2,066
	2014F	26,900	13,753	12,097	30,872	38,776	19,750	2,416
DPS (KRW)	2011	2,800	4,800	1,350	4,000	1,750	2,000	450
	2012F	2,800	3,450	1,350	3,200	950	1,000	250
	2013F	3,500	5,800	1,700	3,500	1,750	1,500	400
	2014F	4,000	6,500	2,000	4,000	2,000	1,800	450

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	31,914	35,950	38,165	39,838
매출원가	(29,696)	(34,233)	(35,715)	(37,127)
매출총이익	2,218	1,717	2,450	2,710
판매비와관리비	(521)	(547)	(585)	(608)
영업이익 (조정)	1,698	1,170	1,865	2,102
영업이익	1,634	1,167	1,865	2,102
순이자손익	101	25	53	56
지분법손익	3	(23)	(32)	(32)
기타	1,530	1,165	1,844	2,078
세전계속사업손익	1,584	1,145	1,873	2,110
법인세비용	(393)	(275)	(450)	(506)
당기순이익	1,191	870	1,424	1,604
당기순이익 (지배주주지분)	1,191	870	1,424	1,604
EPS (원)	10,579	7,726	12,647	14,244
EPS (지배주주지분, 원)	10,214	7,460	12,211	13,753

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	55.6	12.6	6.2	4.4
매출총이익 증가율	76.2	(22.6)	42.7	10.6
영업이익 증가율	90.1	(28.5)	59.8	12.7
당기순이익 증가율	67.6	(27.0)	63.7	12.6
EPS 증가율	67.6	(27.0)	63.7	12.6
매출총이익율	7.0	4.8	6.4	6.8
영업이익률	5.1	3.2	4.9	5.3
당기순이익률	3.7	2.4	3.7	4.0

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	440	620	1,119	1,269
당기순이익	1,191	870	1,424	1,604
유무형자산상각비	376	191	377	400
기타	301	(391)	(212)	(212)
운전자본증감	(1,427)	(49)	(469)	(522)
투자현금	(980)	(296)	(528)	(548)
자본적지출	(511)	(367)	(447)	(408)
기타	(354)	75	284	285
재무현금	563	(330)	(526)	(746)
배당금	442	425	496	694
자본의증가 (감소)	(442)	(373)	(350)	(531)
부채의증가 (감소)	1,006	95	(31)	(52)
기초현금	854	3,486	2,874	2,712
기말현금	877	3,481	2,938	2,686

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	8,824	8,817	9,445	10,058
현금및현금성자산	877	871	936	911
단기금융자산	295	241	240	241
매출채권	3,022	2,856	3,018	3,141
재고자산	4,617	4,680	5,083	5,596
기타유동자산	13	168	168	168
비유동자산	4,378	4,414	4,429	4,479
유형자산	3,882	3,803	3,826	3,845
투자자산	368	278	278	278
기타비유동자산	37	44	51	57
자산총계	13,203	13,231	13,874	14,537
유동부채	7,236	7,014	6,463	6,302
매입채무	3,508	2,951	3,047	3,161
단기금융부채	3,260	3,404	2,757	2,481
기타유동부채	468	660	660	660
비유동부채	741	551	816	731
장기금융부채	488	177	167	181
기타비유동부채	254	374	649	550
부채총계	7,977	7,565	7,280	7,033
지배주주지분	5,225	5,666	6,594	7,504
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	5,225	5,666	6,594	7,504
BVPS (원)	44,812	48,591	56,552	64,354

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	24.5	16.0	23.2	22.7
총자산이익률 (%)	10.3	6.6	10.5	11.3
재고자산 보유기간 (일)	52.8	47.5	48.6	51.3
매출채권 회수기간 (일)	34.6	29.0	28.9	28.8
매입채무 결제기간 (일)	40.1	30.0	29.1	29.0
순차입금/자기자본 (%)	83.2	56.0	78.8	78.0
이자보상배율 (x)	104	(46.5)	(34.9)	(37.5)

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자 의견 (12개월 기준)

BUY : 현재가 대비 목표주가 +10% 초과
Hold : 현재가 대비 목표주가 ±10% 이내
Reduce : 현재가 대비 목표주가 -10% 초과
단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

업종별 투자 의견

Overweight : 현 업종지수 대비 +10% 초과
Neutral : 현 업종지수 대비 ±10% 이내
Underweight : 현 업종지수 대비 -10% 초과

Compliance Notice

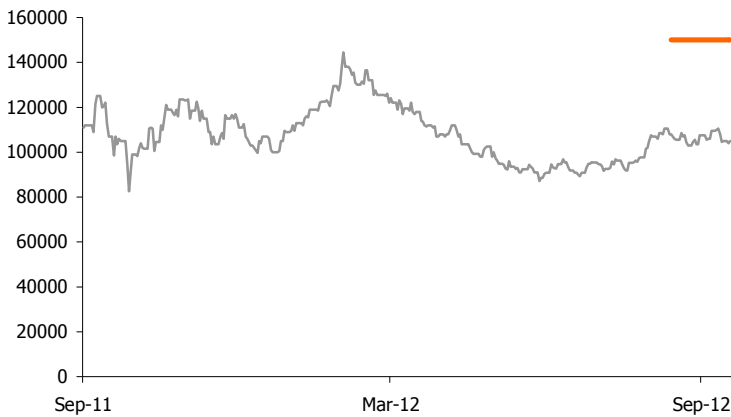
본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
작성 자: 권영배, 홍우태

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수	수량	취득가	취득일	1% 이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.										

Target Price and Recommendation Chart

Stock Price & Target Price Trend ■ Stock Price ■ Target Price

■ B - Buy ■ H - Hold ■ R - Reduce



S-Oil (010950 KS)

Date	Recommendation	12m target price
2012-08-21	BUY (Initiate)	150,000
2012-08-30	BUY	150,000
2012-09-14	BUY	150,000