

2018/10/15

S-Oil(010950)

정유/화학/유틸리티 원민석

(2122-9193) ethan.won@hi-ib.com

부진한 업황을 압도할 RUC/ODC 증설효과

Buy(Initiate)

■ 투자포인트① RUC/ODC 증설로 IMO 규제 강화에 대응

동사는 RUC/ODC 증설로 인해 수익성 개선뿐만 아니라 '20년의 IMO 선박연료 규제 강화에 따른 중유 수요 감소에 대응이 가능해질 것으로 전망한다. RUC/ODC는 고도화설비로써, 잔사유를 이용해 Gasoline [2.1만배럴/일], Alkylate [1.4만배럴/일], MTBE [37.0만배럴/일], PP [40.5만톤], PO [30만톤]을 생산한다. 중질유의 경질유 전환 및 PP/PO 추가 생산에 따른 실적 개선효과는 연간 매출/영업이익 +2.49조/+3,961억원으로 추정하며, 4Q18부터 실적에 온기로 반영될 것이다. 또한 중질유의 경질유 전환에 따라 제품 생산량 중 중질유 비중이 12%에서 4%로 크게 줄어들기 때문에, IMO의 선박연료 규제 강화에 따른 수혜를 누리게 될 것으로 전망한다.

■ 투자포인트② MFC 증설로 실적 외형 확대 및 수익성 개선

MFC(Mixed Feed Cracker) 증설을 통한 실적 외형 확대 및 수익성 개선이 기대된다. 동 프로젝트는 현재 타당성 검토 중이다 [투자규모 5조원, 상업가동 '23년 목표]. MFC 가동 시 동사는 수직계열화를 통해 순수 석유화학업체 대비 안정적인 원료 공급과 원가 절감효과를 누릴 수 있다. 석유화학업은 정유업 대비 안정적이고 높은 수익성을 보유하고 있어, 최근의 업황 둔화를 감안하더라도 MFC 건설을 통한 Downstream 진출은 동사의 실적 개선에 기여할 것이 자명하다.

■ 투자포인트③ PX 마진 확대에 따른 실적 개선

중국의 페플라스틱 수입 중단 및 Polyester 업황 호조로 PX 마진이 크게 확대되었기에, 적어도 4Q18까지는 석유화학 부문에서의 양호한 실적을 기대해 볼 수 있다. PX 마진이 지난 '18년 7월 급등 이후 높은 수준을 유지하고 있기 때문이다. 다만, 최근 중국 내 Polyester 가동률 하락 등으로 확인되는 전방산업 업황 둔화 시그널을 감안하면 PX 마진 역시 점차 둔화될 것으로 판단한다. 동사의 PX 생산능력은 연산 190만톤이다.

■ 투자의견 Buy, 목표주가 170,000원으로 커버리지 개시

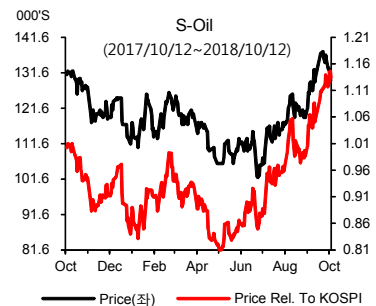
투자의견 Buy, 목표주가 170,000원으로 동사에 대한 커버리지를 개시하며, 정유 업종 Top-Pick으로 제시한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 66,215원에 Target PBR 2.57x [12M Fwd ROE 17.4% / COE 6.8%]를 적용하여 산출하였다.

목표주가(12M)	170,000원
증가(2018/10/12)	129,500원

Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,660만주
시가총액	14,954십억원
외국인지분율	78.9%
배당금(2017)	11,825원
EPS(2018E)	8,861원
BPS(2018E)	61,708원
ROE(2018E)	14.7%
52주 주가	102,000~137,500원
60일평균거래량	263,253주
60일평균거래대금	32.3십억원

Price Trend



Earnings: 부진한 업황을 압도할 RUC/ODC 증설효과

<그림 229> S-오일의 실적 추정 및 주요 가정 사항

S-오일 [010950]	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
주요 가정												
두바이 유가 [Avg]	USD/bbl	53.0	49.6	50.6	59.2	64.0	71.8	73.5	75.9	53.1	71.3	76.2
두바이 유가 [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	53.1	51.2	48.1	56.6	63.4	68.3	72.7	75.9	52.3	70.1	76.1
두바이 유가 [End]	USD/bbl	51.0	46.6	55.8	63.8	66.1	75.6	78.2	78.3	63.8	78.3	78.6
사우디 OSP [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	-0.2	-0.2	-0.5	0.2	1.5	1.3	2.0	1.2	-0.2	1.5	1.2
KRW/USD 환율 [Avg]	KRW/USD	1,153.7	1,130.4	1,132.8	1,106.9	1,072.5	1,079.5	1,121.9	1,120.6	1,131.0	1,098.6	1,120.6
KRW/USD 환율 [End]	KRW/USD	1,118.5	1,144.1	1,145.4	1,067.4	1,063.6	1,114.7	1,113.1	1,113.1	1,067.4	1,113.1	1,113.1
매출액												
정유	십억원	5,200.2	4,665.0	5,211.9	5,814.4	5,411.0	6,003.1	6,546.8	6,809.4	20,891.5	24,770.3	27,420.6
석유화학	십억원	4,044.0	3,698.6	4,107.4	4,562.4	4,341.3	4,754.1	4,990.5	5,089.7	16,412.4	19,175.6	20,204.4
윤활유	십억원	771.4	560.6	699.5	832.6	690.2	829.3	1,110.9	1,270.4	2,864.1	3,900.8	5,433.5
영업이익	십억원	333.5	117.2	553.2	369.4	255.5	402.6	388.6	428.0	1,373.4	1,474.7	1,939.0
정유	십억원	109.7	-84.9	336.4	266.1	90.4	305.2	157.8	142.9	627.3	696.3	674.8
석유화학	십억원	139.6	72.8	90.5	22.9	81.0	16.5	150.6	199.1	325.8	447.2	926.5
윤활유	십억원	84.2	129.4	126.3	80.4	84.1	80.9	80.2	86.0	420.3	331.2	337.7
영업이익률												
정유	%	6.4%	2.5%	10.6%	6.4%	4.7%	6.7%	5.9%	6.3%	6.6%	6.0%	7.1%
석유화학	%	2.7%	-2.3%	8.2%	5.8%	2.1%	6.4%	3.2%	2.8%	3.8%	3.6%	3.3%
윤활유	%	18.1%	13.0%	12.9%	2.8%	11.7%	2.0%	13.6%	15.7%	11.4%	11.5%	17.1%
세전이익	%	21.9%	31.9%	31.2%	19.2%	22.2%	19.3%	18.0%	19.1%	26.0%	19.6%	18.9%
세전이익												
당기순이익	십억원	519.9	71.1	527.0	526.9	258.2	214.5	380.9	509.9	1,644.9	1,363.5	1,827.8
당기순이익	십억원	393.9	66.9	398.7	386.9	188.7	163.2	276.1	405.2	1,246.5	1,033.2	1,385.1
지배주주순이익	십억원	393.9	66.9	398.7	386.9	188.7	163.2	340.6	340.6	1,246.5	1,033.2	1,385.1

자료: 하이투자증권

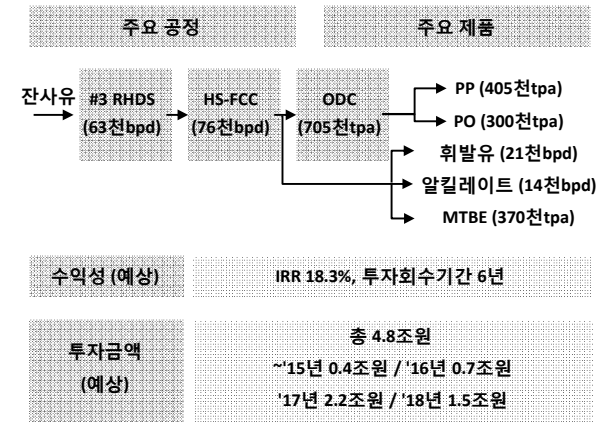
1. RUC/ODC 증설로 IMO 규제 강화에 대응

1) RUC/ODC 증설로 IMO 규제 강화에 따른 중유 수요 감소에 대응

동사는 RUC/ODC(Residue Upgrading Complex/Olefin Downstream Complex) 증설을 통해 '20년부터 적용될 IMO(International Maritime Organization)의 선박연료 규제 강화에 따른 중유 수요 감소에 대응이 가능할 뿐만 아니라, 수익성 개선도 노려볼 수 있다.

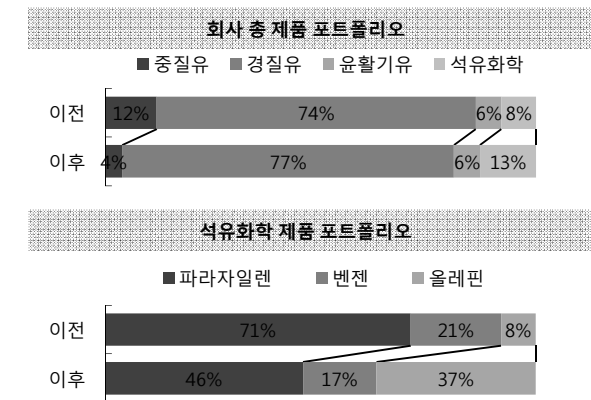
RUC 공정에서 잔사유는 #3 RHDS (6.3만bbl/d)에 투입되어 HSFO로 전환되며, 이후 HS-FCC에서 탈황공정을 거쳐 Gasoline (2.1만bbl/d), Alkylate (1.4만bbl/d), MTBE(37.0만tpa), Propylene을 생산하게 된다. ODC 공정에서는 RUC 공정에서 생산한 Propylene을 중합하여 PP (40.5만tpa), PO (30.0만tpa)를 생산한다. 이로써 동사의 전체 제품 생산량 중 중질유 비중이 12%에서 4%로 크게 축소되며, 석유화학 제품 생산량 중 올레핀 비중은 8%에서 37%로 확대된다. 고도화 설비 용량이 14.8만 bbl/d에서 22.4만bbl/d로 증가함에 따라 고도화율도 22.1%에서 33.5%로 확대된다.

<그림 230> S-오일의 RUC/ODC 프로젝트 개요



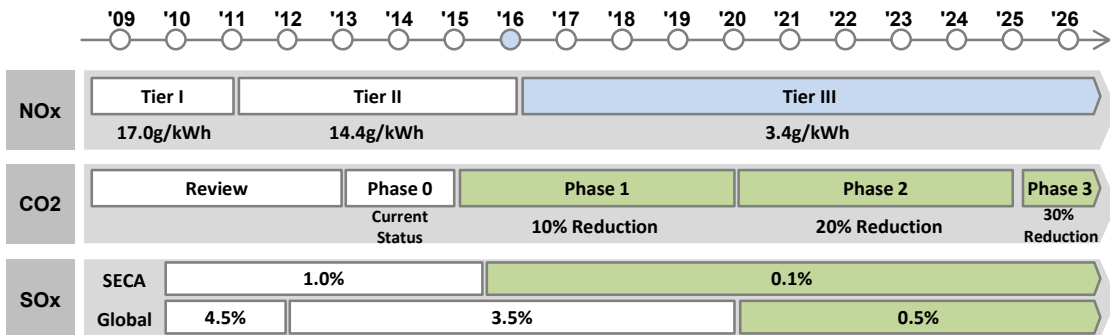
자료: 하이투자증권

<그림 231> S-오일의 RUC/ODC 프로젝트 효과



자료: 하이투자증권

<그림 232> IMO 선박 배출 규제 마일스톤



1) NOx : Nitrogen Oxides
 2) SOx : Sulphur Oxides
 3) SECA(SOx Emission Control Area): Baltic Sea, North Sea, North American area including US Caribbean Sea

자료: 하이투자증권

2) RUC/ODC 증설로 기대해 볼 수 있는 실적 개선폭은?

동사의 RUC/ODC 증설로 인한 실적 개선은 연간 영업이익 기준 3,961억원으로 전망한다 <그림> [‘18년 평균 제품 가격, 가동률 95% 가정]. RUC공정은 2Q18에 시운전을 마치고 3Q18부터 실적에 일부 반영될 것이고, ODC공정도 3Q18에 시운전이 종료됨에 따라 4Q18부터는 전 공정에 대한 실적 개선이 반영될 것이다.

사측에서는 조금 더 공격적인 실적 개선 목표를 제시하고 있다. 동 프로젝트의 총 투자 금액은 4.8조원, IRR 18.3%로 투자회수기간은 6년이 설정되어 있다. 따라서 사측에서 동 프로젝트를 통해 기대하고 있는 연간 EBITDA 증가분은 8,000억원이다 [4.8조 / 6년]. 동 설비에 대한 감가 내용연수를 30년으로 가정한다면, ‘19년도에 반영될 감가상각비 증가분은 1,600억원 수준 [4.8조 / 30년] 일 것이다. 따라서 EBITDA에서 감가상각비를 제외한 6,400억원이 사측에서 기대하고 있는 영업이익의 수준으로 추정된다.

<그림 233> S-에의 RUC/ODC 증설로 인한 실적 개선폭 추정

구분	항목	금액	단위	비고
가정 사항	환율	KRW/USD 환율	1,100	KRW/USD
	설비용량	PP	405	천t/년
설비용량	PO	300	천t/년	
	Gasoline	21	천bbl/일	
	Alkylate	14	천bbl/일	
	MTBE	370	천t/년	
매출액 추정				
ASP	PP	1,212.0	USD/t	18년 주간 평균
	PO	1,872.0	USD/t	18년 주간 평균
	Gasoline	81.5	USD/bbl	18년 일간 평균
	Alkylate	81.5	USD/bbl	Gasoline과 동일 가정
	MTBE	780.0	USD/t	18년 주간 평균
가동률	Operating Rate	95.0	%	
생산/판매량	PP	384.8	천t	
	PO	285.0	천t	
	Gasoline	7,281.8	천bbl	
	Alkylate	4,854.5	천bbl	
	MTBE	351.5	천t	
매출액	PP	512.9	십억원	
	PO	586.9	십억원	
	Gasoline	652.8	십억원	
	Alkylate	435.2	십억원	
	MTBE	301.6	십억원	
합계		2,489.4	십억원	
비용 추정				
설비용량	HS-FCC	76	천bbl/일	
Unit Cost	Bunker-C	62.4	USD/bbl	18년 일간 평균
가동률	Operating Rate	95.0	%	
원재료 비용	Bunker-C	1,808.9	십억원	
감가상각비	-	160.0	십억원	내용연수 30년 [4.8조 / 30년]
기타 비용	-	124.5	십억원	3.5%*매출액 [‘17년 매출액 대비 판관비 비중]
영업이익 추정				
영업이익	-	396.1	십억원	

자료: 하이투자증권

2. MFC 건설로 실적 외형 확대 및 수익성 개선

MFC(Mixed Feed Cracker) 증설을 통해 실적 외형 확대 및 수익성 개선이 가능해질 것으로 전망한다. 동 프로젝트는 현재 타당성 검토 중이다 [투자규모 5조원, 상업가동 '23년 목표]. 동사는 수직계열화를 통해 순수 석유화학업체 대비 안정적인 원료 공급과 원가 절감효과를 누릴 수 있다. 석유화학업은 정유업 대비 안정적이고 높은 수익성을 보유하고 있어, 최근의 업황 둔화를 감안하더라도 MFC 건설을 통한 Downstream 진출은 긍정적이다. 동사의 MFC 증설 이유는 다음 세가지로 압축 가능하다.

1) 동사의 MFC 증설은 글로벌 정유업체들의 Downstream 증설 트렌드에 비추어 본다면 당연한 전략적 판단이다. 이미 Downstream 비중이 높은 ExxonMobil, Shell, Total, Aramco 등의 글로벌 정유업체들이 추가로 증설을 진행 중이다. 특히나 최근 동사의 대주주인 Aramco는 최근 지분 5%에 대한 IPO를 철회하고 글로벌 석유화학 2위인 SABIC 지분 매입을 추진중이라 밝혔기에, Downstream을 추가해 수직계열화를 이뤄낸다는 동사의 전략이 대주주인 Aramco의 전략과 닮아 보이는 것은 당연하다.

2) 업종 내 경쟁력 유지를 위해 필요하다. 국내 정유 4사 중 MFC를 보유하거나, 증설 계획을 밝히지 않았던 기업은 동사밖에 없었다. SK이노베이션은 자회사인 SK에너지를 통해 MFC를 상업가동중이며, 현대오일뱅크는 지난 '18년 5월 롯데케미칼과 합작해 2.7조원을 투자해 2021년 상업가동을 목표로 75만톤급의 HPC를 건설하는 계획을 밝혔다. GS칼텍스도 여수산단에 2.6조를 투자해 2022년 상업가동을 목표로 70만톤급의 MFC를 건설하는 계획을 밝힌 바 있다.

3) 순수 석유화학업체 대비 안정적인 원료 공급과 원가 절감 효과를 누릴 수 있다. MFC의 원료가 되는 Naphtha를 직접 원유에서 정제해 사용할 수 있기 때문에 수직계열화를 통해 독립 석유화학업체 대비 원가절감이 가능하다. 반면 정유업체들이 생산한 Naphtha의 자가제 사용 비중이 높아짐에 따라, 석유화학업체들은 향후 Naphtha 수급이 한층 어려워질 것으로 판단한다.

<그림 234> 글로벌 정유업체들의 Downstream 증설 프로젝트

기업명	프로젝트 내용
ExxonMobil	- 사우디 SABIC과 ECC 건설을 위한 JV 체결 - San Patricio County, Texas에 ECC Complex 건설 - 동 프로젝트는 "Gulf Coast Growth Ventures"로 명명 - ECC 설비용량 Ethylene 기준 연산 180만톤, 추가로 MEG x1, PE x2 설비 계획 - 총 투자비용 73억달러, 2Q18에 착공
Shell	- Downstream 매출 규모를 현 수준인 35억 달러에서 40억달러 수준으로 개선하기 위해 연 3-40억 투자 결정
Total	- Borealis, NOVA Chemical과 JV 체결 - Port Arthur, Texas에 ECC Complex 건설 - ECC 설비용량 Ethylene 기준 연산 100만톤, 추가로 62.5만톤의 PE 설비 검토 중 - '18년 3월 착공, '20년 산업생산 목표
Aramco	- '17년 SABIC과 COTC (Crude to Chemicals Complex) 개발 협력 합의 체결 - 최근 Aramco 지분 5% IPO 계획 철회 이후 SABIC 지분 70% 매입 검토 중

자료: 하이투자증권

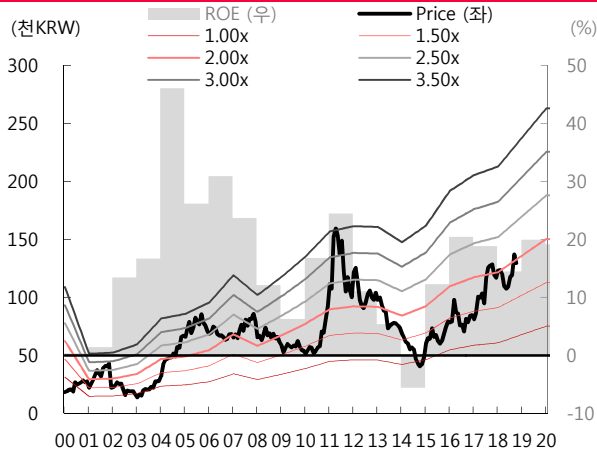
<그림 235> 국내 정유업체들의 Downstream 증설 프로젝트

기업명	Downstream 증설 현황
S-Oil	1) 4.7조 RUC/ODC 프로젝트를 통해 PP(40.5만톤), PO(30만톤) 생산능력 확보 2) 5.0조 NCC 건설 타당성 검토 진행 [150만톤, 상업가동 2023년 목표]
SK이노베이션	자회사인 SK에너지를 통해 NCC를 상업가동 중 [86만톤]
현대오일뱅크	롯데케미칼과의 JV자회사인 현대케미칼을 통해 2.7조 HPC 건설 계획 발표 [75만톤, 상업가동 2021년 목표]
GS칼텍스	2.6조 MFC 건설 계획 발표 [70만톤, 상업가동 2022년 목표]

자료: 하이투자증권

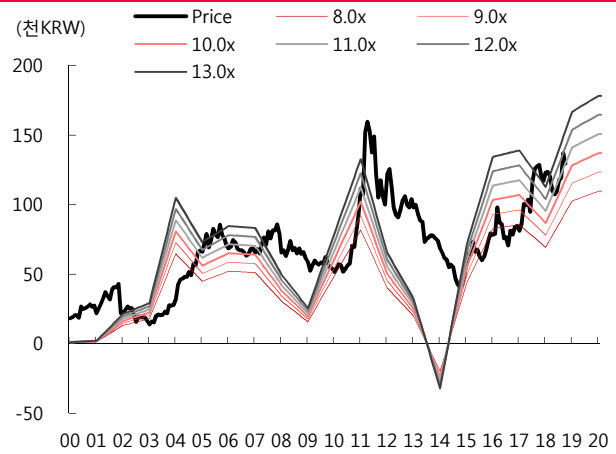
Multiple Band Charts & Consensus

<그림 236> S-Oil PBR/ROE Band Chart



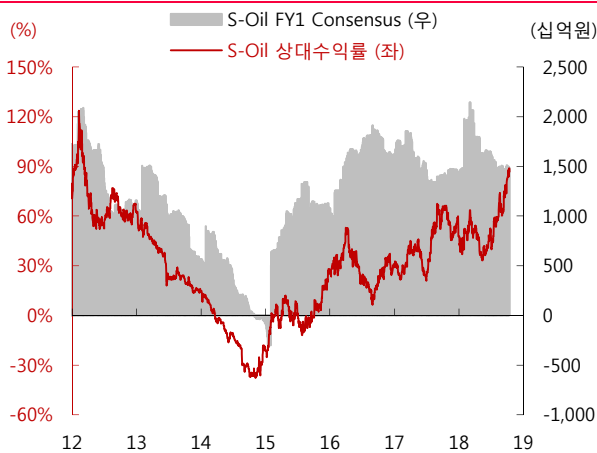
자료: 하이투자증권

<그림 237> S-Oil PER Band Chart



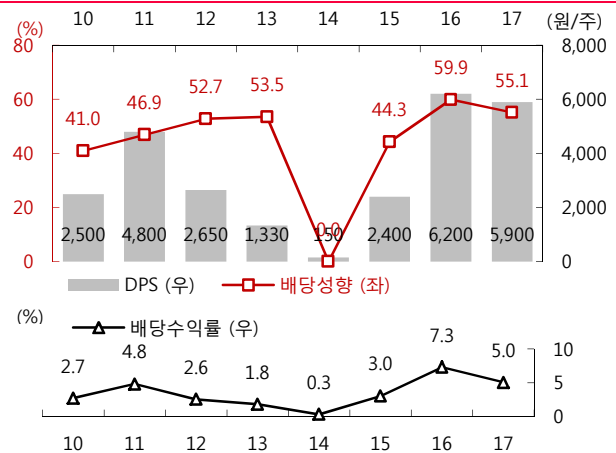
자료: 하이투자증권

<그림 238> S-Oil의 상대수익률 및 FY1 Consensus 추이



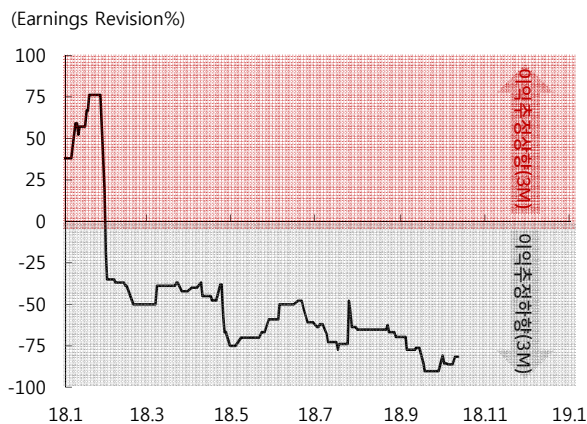
자료: 하이투자증권

<그림 239> S-Oil의 DPS, 배당성향, 배당수익률 추이



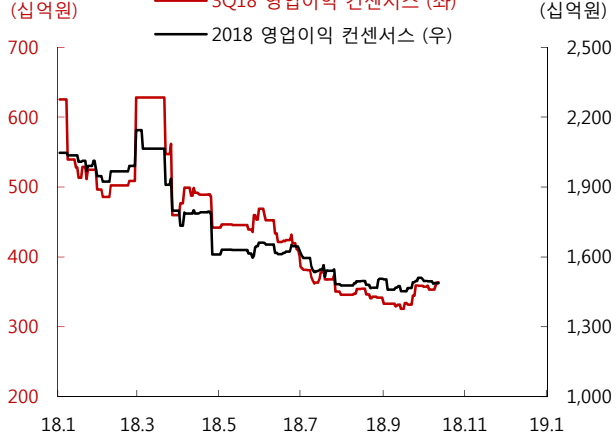
자료: 하이투자증권

<그림 240> S-Oil의 Earnings Revision(3M) 추이



자료: 하이투자증권

<그림 241> S-Oil의 3Q18/2018 영업이익 Consensus(1M) 추이



자료: 하이투자증권

Global Peergroup & Valuation

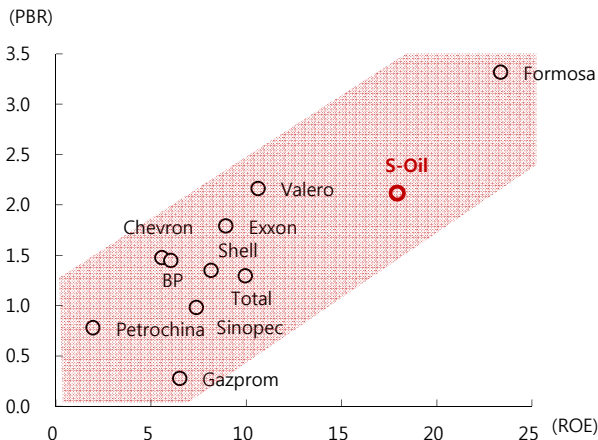
투자 의견 Buy, 목표주가 170,000원으로 동사에 대한 커버리지를 개시하며, 정유업종 Top-Pick으로 제시한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 66,215원에 Target PBR 2.57x [12M Fwd ROE 17.4%, 12M Fwd COE 6.8%]를 적용하여 산출하였다.

<그림 242> Global Peergroup Valuation Multiples

기업명 ▶ 국가 ▶	S-Oil SK	Exxon US	Shell NE	Petrochina CH	Chevron US	Total FR	BP GB	Sinopec CH	Gazprom RU	Formosa TA	Valero US	Peergroup Average
PBR [A]	2.2	1.8	1.4	0.8	1.5	1.4	1.5	1.0	0.3	3.6	2.1	1.5
PBR'12 [B]	2.2	2.3	1.2	1.5	1.5	1.3	1.1	1.2	0.4	4.0	1.0	1.6
PBR'13 [C]	1.6	2.5	1.3	1.1	1.6	1.5	1.2	1.0	0.3	3.2	1.4	1.5
PBR'14 [D]	1.1	2.2	1.2	1.1	1.4	1.4	1.0	1.0	0.3	2.7	1.2	1.4
PBR'15 [E]	1.7	1.9	1.0	0.7	1.1	1.3	1.0	0.7	0.3	2.8	1.6	1.2
PBR'16 [F]	1.5	2.2	1.2	0.8	1.5	1.3	1.3	0.8	0.3	3.5	1.5	1.4
PBR'17 [G]	1.9	1.9	1.4	0.7	1.6	1.4	1.4	0.8	0.2	3.2	1.8	1.5
PBR'18E	2.1	1.8	1.3	0.8	1.5	1.3	1.4	1.0	0.3	3.3	2.2	1.5
PBR'19E	1.9	1.7	1.3	0.8	1.4	1.2	1.4	0.9	0.3	3.3	2.0	1.4
ROE	19.6	11.4	10.2	3.1	8.1	9.0	7.2	9.1	8.2	28.3	21.7	11.6
ROE'12 [H]	10.7	28.0	15.5	11.2	20.3	15.2	9.6	13.0	15.7	1.3	12.1	14.2
ROE'13 [I]	5.2	19.2	9.2	11.8	15.0	11.7	18.9	12.2	13.0	12.0	14.5	13.8
ROE'14 [J]	-5.4	18.7	8.5	9.3	12.7	4.5	3.1	8.0	1.7	3.8	18.1	8.8
ROE'15 [K]	11.9	9.4	1.2	3.0	3.0	5.7	-6.2	5.1	7.7	18.7	19.4	6.7
ROE'16 [L]	19.8	4.6	2.6	0.7	-0.3	6.9	0.1	6.7	8.8	26.3	11.3	6.8
ROE'17 [M]	18.2	11.1	6.8	1.9	6.3	8.8	3.5	7.1	6.3	24.7	19.4	9.6
ROE'18E	17.9	8.9	8.2	2.0	5.6	9.9	6.1	7.4	6.5	23.4	10.6	8.9
ROE'19E	20.4	12.0	12.9	5.5	11.8	12.4	11.8	11.0	8.8	18.7	19.9	12.5
COE	8.9	6.2	7.4	3.9	5.5	6.5	4.9	9.0	27.2	8.0	10.2	8.9
COE'12 [H/B]	4.9	11.9	12.4	7.3	13.2	11.8	8.6	10.8	38.7	0.3	11.6	12.7
COE'13 [I/C]	3.4	7.6	7.3	11.0	9.4	8.1	16.2	12.1	38.1	3.7	10.5	12.4
COE'14 [J/D]	#N/A	8.4	6.9	8.7	9.3	3.3	3.0	8.0	5.4	1.4	14.7	6.9
COE'15 [K/E]	7.1	4.9	1.1	4.6	2.7	4.6	#N/A	7.3	26.1	6.6	11.9	#N/A
COE'16 [L/F]	13.3	2.1	2.2	0.8	#N/A	5.2	0.1	8.0	28.5	7.6	7.6	#N/A
COE'17 [M/G]	9.5	5.9	4.7	2.7	3.9	6.4	2.5	9.0	25.3	7.6	10.7	7.9
COE'18E	8.5	5.0	6.0	2.5	3.8	7.7	4.2	7.5	23.6	7.0	4.9	7.2
COE'19E	10.7	7.1	10.0	7.2	8.4	10.2	8.5	11.6	32.3	5.7	10.1	11.1
PER	11.6	21.3	13.6	24.8	21.2	15.9	20.7	11.1	3.8	13.6	17.4	16.3
EV/EBITDA	9.0	11.2	7.4	4.3	10.4	6.9	6.9	4.0	2.7	9.2	8.5	7.1

자료: 하이투자증권

<그림 243> S-Oil의 Global Peergroup PBR / ROE Chart



자료: 하이투자증권

<그림 244> S-Oil의 목표주가 산정 Table

Target PBR (ROE/COE)	2.57x
적용 ROE (12M Fwd)	17.4%
적용 COE (CAPM)	6.8%
산출 COE (RFR+MRP*Beta)	5.3%
Risk Free Return (Rf, 국채 5년물 수익률)	2.4%
Beta (β, KOSPI 수익률 대비)	0.7
Market Risk Premium (MRP, Rm-Rf)	4.2%
Market Return (Rm, KOSPI 수익률)	6.6%
Peergroup 평균 COE	6.9%
BPS (12M Fwd)	66,215
Target Price (12M)	170,000
Implied Target Price (12M)	169,900
Closing Price (10/12)	129,500
Upside	31.3%

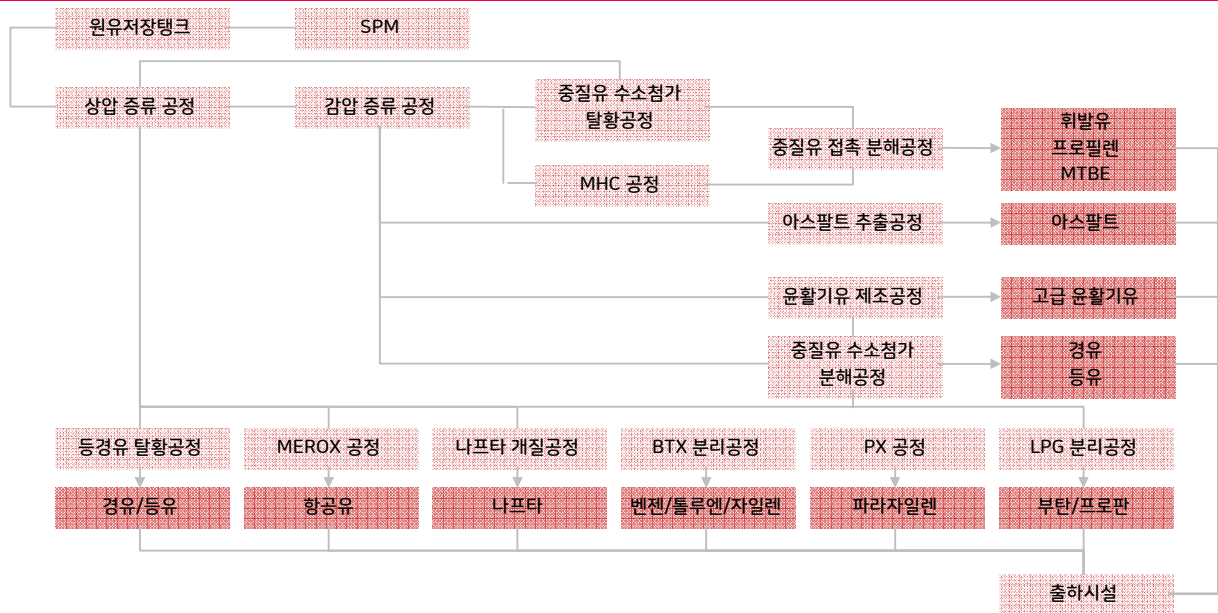
자료: 하이투자증권

주요 제품 생산 공정 및 시설 현황

동사의 원유정제시설(CDU) 설비용량은 현재 66.9천bb/d이다. 지난 1980년 CDU #1 (90천bb/d) 상업 가동 이후 CDU #2,3 (240천bb/d, 250천bb/d)를 증설하며 정제 설비용량이 확대되었다. 이후 1996년에 중질유분해탈황시설(BCC)를 도입해 고도화율을 높인 바 있다.

동사는 1991년 4월 나프타 개질시설 및 BTX생산시설 상업가동으로 석유화학 사업에 진출하였다. 이후 1997년 4월에 RFCC 상업 가동을 통해 Propylene 생산을 개시하였고, 1997년 12월에는 연산 74만톤의 P-X를 생산하는 Xylene Center를 완공하였다. 이어 2011년 4월에는 Aromatic Complex #2를 완공함에 따라 P-X 생산능력이 연산 185만톤으로, Benzene 생산능력은 연산 60만톤으로 증가하였다.

<그림 245> S-Oil의 주요 제품 생산 공정



자료: 하이투자증권

<그림 246> S-Oil의 정유 시설 현황

구분	시설명	설비 용량	단위	상업 가동일
CDU	CDU #1	90	천bb/d	1980.05
	CDU #2	240	천bb/d	1991.01
	CDU #3	250	천bb/d	1995.01
	CFU	89	천bb/d	2011.04
B-C Cracking Center	Hydrocracker	75	천bb/d	1996.03
	RFCC	73	천bb/d	1997.04
	No.1 Hyvahl	52	천bb/d	1996.03
	VGOHDS	40	천bb/d	1997.04
	New Hyvahl	57	천bb/d	2002.11
Hydro Desulfurization Unit	HDS #1	27	천bb/d	1980.05
	HDS #2	43	천bb/d	1991.01
	HDS #3	50	천bb/d	1995.01

자료: 하이투자증권

<그림 247> S-Oil의 석유화학 시설 현황

구분	시설명	설비 용량	단위	상업 가동일
Benzene	BTX Plant	150	천t/년	1991.04
	Xylene Center	150	천t/년	1997.12
	Aromatic Complex #2	300	천t/년	2011.04
Toluene	BTX Plant	350	천t/년	1991.04
Xylene	BTX Plant	450	천t/년	1991.04
P-X	Xylene Center	750	천t/년	1997.12
	Aromatic Complex #2	1,100	천t/년	2011.04
Propylene	RFCC	200	천t/년	1997.04

자료: 하이투자증권

기업 개요 및 주요 사업 현황

S-Oil은 원유 정제처리업을 영위하고 있으며, 1976년 1월 6일에 설립되었다. 당시 사명은 한이석유였고, 이란 국영석유공사(NIOC)와 쌍용양회간 50:50의 합작투자자로 설립되었다. 이후 1980년 6월 이란 호메이니 혁명의 여파로 NIOC가 철수하며 쌍용양회가 NIOC의 지분을 매입하였고, 쌍용정유로 상호를 변경하였다.

1987년 5월 8일 증권거래소에 주식을 상장하였다. 이후 1992년 5월 Saudi Aramco와 합작계약 및 원유구매 계약을 체결하였으며, 8월에 Saudi Aramco가 제3자 인수방식 유상증자를 통해 쌍용정유의 주식 35%를 매입하며 합작회사가 되었다.

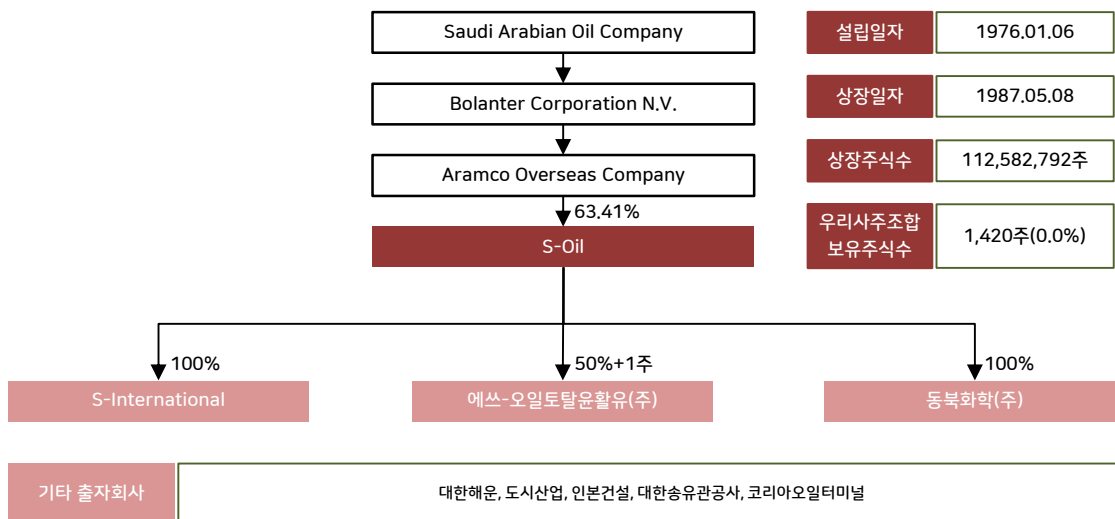
1999년 12월 쌍용그룹 구조조정 과정에서 쌍용양회가 보유한 지분 28.4%를 자사주로 매입하였고, 2000년 3월 S-Oil로 상호를 변경하였다.

2008년 5월 프랑스 Total과 50:50 합작투자자로 에스오일토탈유탄유를 설립하였다.

주요사업은 석유제품, 윤활기유, 석유화학제품의 제조 및 판매이다. 원유, 가스를 포함한 에너지자원의 탐사·채취·처분 사업도 영위하고 있다.

동사의 대주주는 Saudi Arabia의 Saudi Aramco 자회사인 Aramco Overseas Company B.V.로써, 63.41%의 지분을 소유하고 있다.

<그림 248> S-Oil 지배구조 및 지분율 현황



주: 대한해운을 제외한 나머지 회사는 모두 비상장사임
 자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,775	6,819	6,966	6,842
현금 및 현금성자산	480	544	551	575
단기금융자산	1,742	881	445	225
매출채권	1,772	2,099	2,323	2,353
재고자산	2,791	3,309	3,663	3,708
비유동자산	8,313	9,966	9,913	9,870
유형자산	7,969	9,617	9,557	9,507
무형자산	105	97	91	85
자산총계	15,087	16,785	16,879	16,712
유동부채	4,544	4,886	4,976	4,874
매입채무	1,733	2,055	2,275	2,303
단기차입금	1,355	1,355	1,205	1,055
유동성장기부채	14	15	16	17
비유동부채	3,700	4,703	4,006	3,109
사채	2,670	3,170	2,670	2,170
장기차입금	804	1,304	1,104	704
부채총계	8,245	9,590	8,983	7,984
지배주주지분	6,843	7,195	7,896	8,728
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	5,198	5,544	6,243	7,069
기타자본항목	21	28	31	36
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	6,843	7,195	7,896	8,728

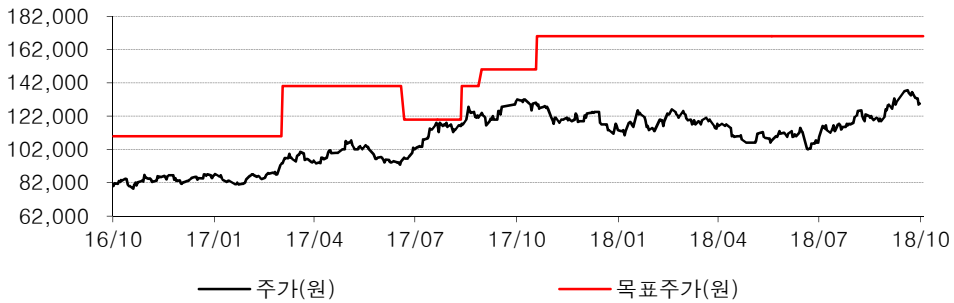
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	20,891	24,770	27,421	27,755
증가율(%)	28.0	18.6	10.7	1.2
매출원가	18,783	22,691	24,799	24,976
매출총이익	2,108	2,079	2,622	2,779
판매비와관리비	735	605	683	678
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,373	1,474	1,939	2,101
증가율(%)	-15.1	7.3	31.6	8.4
영업이익률(%)	6.6	5.9	7.1	7.6
이자수익	52	34	23	19
이자비용	58	70	60	48
지분법이익(손실)	5	5	5	5
기타영업외손익	63	-167	-169	-170
세전계속사업이익	1,645	1,363	1,828	1,997
법인세비용	398	330	443	484
세전계속이익률(%)	7.9	5.5	6.7	7.2
당기순이익	1,246	1,033	1,385	1,513
순이익률(%)	6.0	4.2	5.1	5.5
지배주주귀속 순이익	1,246	1,033	1,385	1,513
기타포괄이익	8	7	3	6
총포괄이익	1,254	1,040	1,388	1,519
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,143	741	1,458	1,889
당기순이익	1,246	1,033	1,385	1,513
유형자산감가상각비	285	296	497	488
무형자산상각비	9	8	7	5
지분법관련손실(이익)	5	5	5	5
투자활동 현금흐름	-832	-1,213	-132	-349
유형자산의 처분(취득)	-2,411	-1,944	-437	-438
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	4	-4	-4	-4
재무활동 현금흐름	-598	314	-1,536	-1,736
단기금융부채의증감	-	1	-149	-149
장기금융부채의증감	205	1,000	-700	-900
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-7	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	-287	64	7	24
기초현금및현금성자산	767	480	544	551
기말현금및현금성자산	480	544	551	575

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	10,690	8,861	11,879	12,979
BPS	58,682	61,708	67,717	74,852
CFPS	13,213	11,462	16,194	17,215
DPS	11,825	11,825	11,825	11,825
Valuation(배)				
PER	10.9	14.6	10.9	10.0
PBR	2.0	2.1	1.9	1.7
PCR	8.9	11.3	8.0	7.5
EV/EBITDA	9.7	10.9	7.8	7.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	18.8	14.7	18.4	18.2
EBITDA 이익률	8.0	7.2	8.9	9.4
부채비율	120.5	133.3	113.8	91.5
순부채비율	38.3	61.4	50.7	36.1
매출채권회전율(x)	13.4	12.8	12.4	11.9
재고자산회전율(x)	8.0	8.1	7.9	7.5

자료 : NAVER, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이(S-Oil)



일자	투자이견	목표주가(원)	목표주가대 상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-03-15	Buy	140,000	6개월	-29.7%	-23.2%
2017-07-03	Buy	120,000	1년	-8.4%	-1.7%
2017-08-24	Buy	140,000	1년	-12.5%	-8.9%
2017-09-11	Buy	150,000	1년	-16.0%	-12.0%
2017-10-31	Buy	170,000	1년	-30.8%	-19.1%
2018-10-15(담당자변경)	Buy	170,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 원민석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. (2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율 (%)	90.1 %	9.9 %	-

