

S-Oil (010950/매수)

정유

실적으로 보여 주는 경쟁력

3Q Review: 컨센서스 상회, 4분기도 견조할 전망

S-Oil의 3분기 영업이익은 5,184억원으로 컨센서스를 상회하였다. 정유 부문 영업이익이 2,398억원으로 크게 개선되었고, 화학 부문도 PX 및 벤젠 마진 개선으로 개선되었다. 윤활기유 부문은 수요 둔화와 재고 평가 손실로 전분기 대비 둔화되었다.

컨퍼런스 콜에서 S-Oil은 13년에도 정제 설비의 순 증가는 70만배럴/일에 불과해 견조한 정제 마진이 유지될 것으로 전망하였다. 한국실리콘 관련해서는 추가 투자 여부가 결정되지 않았으나 장기적으로 성장 가능성이 높고 경쟁력이 높은 기업이라고 언급하였다.

4분기 영업이익은 4,121억원으로 견조한 수준을 유지할 전망이다. 등경유를 중심으로 정제 마진이 견조한 수준에서 유지되고 있고 화학 부문의 주력 제품인 PX도 증설이 없어 높은 마진이 유지될 전망이다.

유럽 정제 설비 폐쇄로 수요 약세에도 등경유 마진 강세 지속

최근 정제 마진은 휘발유, 연료유를 중심으로 둔화되고 있으나 매출 비중의 50~60%를 차지하는 등경유 마진의 경우 견조한 수준이 지속되고 있다. 현재도 등경유 재고 수준이 낮고 유럽의 가동을 하락 등으로 유럽 수급이 타이트하다. 겨울철 계절적 성수기를 앞두고 등경유 마진을 중심으로 견조한 정제 마진이 지속될 것으로 예상된다.

글로벌 경기 둔화에도 불구하고 정유 산업의 경우 유럽의 정제 설비 폐쇄가 지속되면서 타이트한 수급 상황이 지속되고 있는데, 이는 유럽 정유 설비의 노후화, 제품별 수급 불균형, 높은 운영 비용 등에 따른 것으로 13년에도 지속될 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 130,000원 유지

S-Oil에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 130,000원을 유지한다. 목표주가는 13년 예상 BPS에 목표 PBR 2.3배(13년 예상 ROE 23%)를 적용해 도출하였다. 동사의 주가는 9월 중순을 고점으로 경기 불확실성 확대, 정제 마진 둔화 등으로 하락하였다.

정제 마진이 소폭 둔화되더라도 분기당 4,000억원 내외의 영업이익이 창출 가능할 것으로 예상되고 이 경우 ROE가 23% 수준으로 현 주가(13년 PBR 1.8배)에서는 밸류에이션 매력이 존재한다. 한국실리콘의 경우 단기적으로 어려움이 지속될 전망이다. S-Oil 입장에서 추가 투자 부담이 크지는 않을 것으로 예상된다.

§ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	20,511	859	4.2	711	6,094	1,099	-115	16.9	15.2	2.4	11.3
12/11	31,914	1,634	5.1	1,191	10,214	2,073	-85	24.5	9.8	2.3	6.8
12/12F	34,848	1,155	3.3	953	8,174	1,395	538	17.9	11.8	2.1	9.8
12/13F	33,768	1,729	5.1	1,357	11,637	1,995	1,259	23.0	8.3	1.8	6.5
12/14F	37,099	1,755	4.7	1,405	12,046	2,043	791	20.7	8.0	1.6	6.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: S-Oil, KDB대우증권 리서치센터

박연주

02-768-3061

yeonju.park@dwsec.com

김희은

02-768-3511

grace.kim@dwsec.com

§ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	130,000
현재주가(12/10/30, 원)	96,800
상승여력(%)	34.3
EPS 성장률(12F, %)	-20.0
MKT EPS 성장률(12F, %)	9.0
P/E(12F, x)	11.8
MKT P/E(12F, x)	10.2
KOSPI	1,899.58
시가총액(십억원)	10,898
발행주식수(백만주)	117
60D 일평균 거래량(천주)	361
60D 일평균 거래대금(십억원)	38
배당수익률(12F, %)	4.1
유동주식비율(%)	36.5
52주 최저가(원)	86,400
52주 최고가(원)	145,000
베타(12M, 일간수익률)	1.38
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.3
외국인 보유비중(%)	46.4

주요주주

Aramco Overseas Company, B.V.(A.O.C.B.V.)
와 10인(63.49%)
국민연금관리공단(5.01%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.7	-1.1	-18.7
상대주가	-3.8	3.0	-17.1

주요사업

석유제품 및 PX 제조 업체

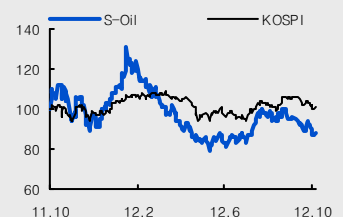


표 1. 수익 예상 변경 내역

(십억원, %, %P)

	변경 전			변경 후			변경률			변경 사유
	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	
매출액	36,440.1	36,613.5	37,367.9	34,847.9	33,767.7	37,098.5	-4.4	-7.8	-0.7	
영업이익	1,214.4	1,886.2	1,829.1	1,153.2	1,728.8	1,755.1	-5.0	-8.3	-4.0	유가 전망치
세전이익	1,163.4	1,868.5	1,854.4	1,201.5	1,710.4	1,770.5	3.3	-8.5	-4.5	하향 조정
당기순이익	981.7	1,465.5	1,474.8	953.1	1,356.9	1,404.6	-2.9	-7.4	-4.8	
EPS (원)	9,754.2	15,367.4	15,251.3	9,470.0	14,228.6	14,525.3	-2.9	-7.4	-4.8	
영업이익률	3.3	5.2	4.9	3.3	5.1	4.7	0.0	0.0	-0.2	
당기순이익률	2.7	4.0	3.9	2.7	4.0	3.8	0.0	0.0	-0.2	

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 분기별 실적 추정

(십억원, %, %P, 달러/배럴, 달러/톤)

	2012F				2013F				3Q12 증감률		2011	2012F	2013F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	QoQ	YoY			
매출액	9,036.0	8,797.8	8,502.1	8,512.0	8,232.3	8,518.3	8,644.5	8,372.6	-3.4	8.9	31,913.8	34,847.9	33,767.7
정유	7,294.5	7,124.3	6,912.5	7,047.3	6,833.7	6,973.7	7,102.2	6,977.3	-3.0	11.7	25,960.2	28,378.6	27,886.9
화학	1,111.4	1,065.6	1,052.2	964.0	908.0	1,038.8	1,032.2	927.3	-1.3	14.0	3,491.0	4,193.2	3,906.4
윤활유	630.1	607.9	537.4	500.7	490.6	505.8	510.0	468.0	-11.6	-22.6	2,462.6	2,276.1	1,974.5
영업이익	384.0	-161.3	518.4	412.1	425.7	419.4	451.3	432.4	흑전	40.5	1,633.1	1,153.2	1,728.8
정유	98.1	-481.7	239.8	157.1	156.2	143.4	156.0	162.6	흑전	1,417.7	470.6	13.3	618.2
화학	185.3	195.8	203.4	159.9	166.5	164.8	178.0	162.1	3.9	51.9	447.9	744.4	671.4
윤활유	100.6	124.6	75.2	95.1	103.0	111.3	117.3	107.7	-39.6	-65.7	714.6	395.5	439.3
세전이익	415.8	-217.4	31.1	31.1	31.1	31.1	31.1	31.1	흑전	-62.5	1,583.7	260.6	124.4
당기순이익	315.9	-165.2	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	흑전	-57.8	1,191.0	203.7	106.0
영업이익률	4.2	-1.8	6.1	4.8	5.2	4.9	5.2	5.2	7.9	1.4	5.1	3.3	5.1
당기순이익률	3.5	-1.9	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	2.2	-0.5	3.7	0.6	0.3
원/달러 환율	1,131.5	1,152.0	1,130.0	1,090.0	1,085.0	1,075.0	1,050.0	1,045.0	-1.9	5.4	1,096.5	1,125.9	1,063.8
두바이유가(달러)	116.4	106.2	106.1	105.0	102.0	106.0	110.0	108.0	-0.1	-0.8	106.0	108.4	106.5
경유-원유 마진	16.3	15.4	19.3	18.0	18.0	16.0	17.0	19.0	25.4	8.8	18.6	17.3	17.5
휘발유-원유 마진	14.4	13.9	15.9	12.0	12.0	14.0	14.0	12.0	14.0	-9.0	13.7	14.1	13.0
PX - 납사 마진	565.9	502.0	528.2	500.0	550.0	550.0	600.0	550.0	5.2	-13.6	601.8	524.0	562.5

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. 유럽 정제 설비 가동 중단 및 폐쇄 현황

Country	Refinery/Owner	Capacity ('000 b/d)	Status	Period
Belgium	Antwerp/Gunvor	108	Restarted	mid-May'12
Czech Republic	Paramo, Unipetrol	20	Permanent closure	May'12
France	Petit Couronne/Petroplus	162	Temporary restart	mid-June'12
	Berre l'Etang/LyondellBasel	105	Permanent closure	Jan'12
Germany	Ingolstadt/Gunvor	100	To restart	Q4 2012
	Hamburg (Harburg)/Shell	110	Permanent closure / storage	Q2 2012
Italy	Gela/Eni	105	12 month closure	Jun'12-Jun'13
	Rome/ERG-Total	86	Permanent closure / storage	Q3 2012
	Falconara/API	83	12 month closure	Jan-Dec'13
Romania	Arpechim/Petrom	70	Permanent closure	Jan'12
Switzerland	Cressier/Vitol	68	To restart	Jul-Aug'12
UK	Coryton/Petroplus	220	Permanent closure / storage	Jul'12
Ukraine	Lisichansk/TNK-BP	140	Indefinite closure	Mar'12

자료: 산업 자료

[컨퍼런스 콜 질의 응답 요약]

질문: 3분기 에너지 부문 실적에서 유가 상승 영향? **답변:** FIFO로 재고를 평가. 3분기 유가가 17달러 상승했기 때문에 500억원 정도 발생.

질문: 정제 설비 증설 전망? **답변:** 12년 수요는 83만bd(배럴/일) 증가한 것으로 전망하고 이 중 아시아 수요는 76만bd 증가한 것으로 추정함. 공급은 아시아에서 130만bd 증가, 전세계는 170만bd 증가한 것으로 전망. 그러나 폐쇄 설비가 110만bd로 추정. 이에 따라 순 공급 증가는 60만bd로 수요 증가보다 적음.

13년 수요는 110만bd 증가할 것으로 전망하고 이중 아시아는 반 정도를 차지할 전망. 공급 측면에서는 아시아에서 80만bd 증가, 전세계는 210만bd 증가 예상. 그러나 폐쇄 설비가 70만bd 발생해 가동 시기까지 감안할 경우 70만bd만 증가할 것으로 예상함. 14년에도 유사한 상황일 것으로 예상함.

질문: 벤젠 마진에 대한 전망? **답변:** 화학 마진이 개선되면서 가동률이 상승하지 않는다면 벤젠 마진이 견조한 수준에서 유지될 것으로 전망. 그러나 상당 규모의 증설이 예정되어 있어 13년 하반기부터는 둔화될 수 있음.

질문: 윤활기유 마진 전망? **답변:** 마진이 더 악화되지는 않을 것으로 전망함. 현재 수준에서 유지될 것으로 예상됨. 내년 1분기부터 점진적으로 개선될 것으로 전망함.

질문: 윤활기유 쪽 재고 관련 손실이 얼마나 되었는지?

답변: 기유 가격은 신규 증설 효과와 수요 둔화, 원재료 가격의 지연 반영으로 하락. 재고 손실은 200억원 정도였음.

질문: 13년 윤활기유 증설 전망? **답변:** 13년 그룹 2는 4.5만bd, 그룹 3는 1.5만bd 증설 예상. 그러나 주로 하반기로 예정되어 있어 제한적일 전망.

질문: 인도네시아 공급사와 공급 계약이 마무리 되었다고 했는데 이유는? **답변:** 공급 계약 만료는 특별한 이유는 아니었음. 다른 공급 계약을 맺으려고 하고 있음.

질문: 한국실리콘 관련한 사업 계획은? **답변:** 폴리실리콘 산업은 내년 상반기까지는 어려움이 지속될 것으로 예상함. 그러나 내년 하반기부터는 수요 증가, 공급 감소로 점진적으로 개선될 것으로 예상함. 중장기적인 관점에서 고순도 폴리실리콘을 만들 수 있는 업체는 현재보다 높은 마진을 누릴 수 있을 전망. 한국실리콘은 경쟁력이 있는 회사로 메이저 업체로 성장할 수 있을 것.

질문: 향후 성장 동력 전망? **답변:** 다양한 방안 검토 중. 기존 사업 중에서는 정유 부문 고도화를 추가 상승, 화학 쪽 추가 증설, 윤활기유 증설 등 검토 중이나 아직 확정된 바는 없음.

질문: 세일 가스 영향? **답변:** 정유 부문 영향은 제한적. 특히 한국 업체에는 제한적. 세일 가스는 주로 발전용, 화학용으로 사용되기 때문에 석유 수요에 미치는 영향은 적음. 화학 쪽은 긍정적 영향을 예상함. NCC 가동률이 하락하기 때문에 벤젠 및 프로필렌 생산이 감소하기 때문.

질문: 허리케인 샌디 영향? **답변:** 현재까지 설비에 끼친 영향에 대한 구체적인 정보가 없어 언급하기 어려움.

S-Oil (010950)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	31,914	34,848	33,768	37,099
매출원가	29,696	33,181	31,530	34,834
매출총이익	2,218	1,667	2,238	2,264
판매비와관리비	521	509	509	509
조정영업이익	1,698	1,158	1,729	1,755
영업이익	1,634	1,155	1,729	1,755
비영업손익	-50	47	-18	16
순금융비용	17	22	12	-22
관계기업등 투자손익	3	-7	-7	-7
세전계속사업손익	1,584	1,202	1,710	1,771
계속사업법인세비용	393	248	354	366
계속사업이익	1,191	953	1,357	1,405
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,191	953	1,357	1,405
지배주주	1,191	953	1,357	1,405
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	1,163	951	1,355	1,402
지배주주	1,163	951	1,355	1,402
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	2,073	1,395	1,995	2,043
FCF	-85	538	1,259	791
EBITDA마진율 (%)	6.5	4.0	5.9	5.5
영업이익률 (%)	5.1	3.3	5.1	4.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.7	2.7	4.0	3.8

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	451	1,066	1,766	1,292
당기순이익	1,191	953	1,357	1,405
비현금수익비용가감	890	419	638	639
유형자산감가상각비	371	235	260	283
무형자산상각비	5	3	6	5
기타	-1	-53	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,428	203	125	-386
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-865	-736	102	-315
재고자산 감소(증가)	-1,695	-825	156	-482
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	818	1,586	-119	366
법인세납부	-202	-509	-354	-366
투자활동으로 인한 현금흐름	-934	-88	-437	-403
유형자산처분(취득)	-511	-238	-500	-500
무형자산감소(증가)	-3	-3	-3	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-217	68	0	0
기타투자활동	-203	85	66	100
재무활동으로 인한 현금흐름	506	-393	-472	-606
장단기금융부채의 증가(감소)	1,006	199	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-443	-953	-394	-563
기타재무활동	-57	-111	-78	-78
현금의증가	23	585	857	282
기초현금	854	877	1,462	2,320
기말현금	877	1,462	2,320	2,602

자료: S-Oil, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	8,824	10,034	10,633	11,714
현금 및 현금성자산	877	1,462	2,320	2,602
매출채권 및 기타채권	3,022	3,300	3,198	3,513
재고자산	4,617	5,042	4,885	5,367
기타유동자산	13	14	14	15
비유동자산	4,378	4,207	4,435	4,644
관계기업투자등	290	278	271	265
유형자산	3,883	3,684	3,924	4,141
무형자산	37	40	37	35
자산총계	13,203	14,242	15,067	16,358
유동부채	7,236	8,118	7,984	8,398
매입채무 및 기타채무	3,508	3,830	3,711	4,077
단기금융부채	3,260	3,782	3,782	3,782
기타유동부채	468	506	491	539
비유동부채	741	714	714	750
장기금융부채	488	459	459	494
기타비유동부채	230	231	231	233
부채총계	7,977	8,832	8,697	9,148
지배주주지분	5,225	5,410	6,370	7,210
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	3,563	3,749	4,712	5,554
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	5,225	5,410	6,370	7,210

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	9.8	11.8	8.3	8.0
P/CF (x)	7.4	9.5	7.0	6.7
P/B (x)	2.3	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA (x)	6.8	9.8	6.5	6.2
EPS (원)	10,214	8,174	11,637	12,046
CFPS (원)	13,437	10,212	13,916	14,519
BPS (원)	44,511	46,068	54,326	61,543
DPS (원)	4,800	3,950	5,000	5,000
배당성향 (%)	46.9	41.3	41.5	40.1
배당수익률 (%)	4.8	4.1	5.2	5.2
매출액증가율 (%)	55.6	9.2	-3.1	9.9
EBITDA증가율 (%)	88.6	-32.7	43.0	2.5
영업이익증가율 (%)	90.1	-29.3	49.7	1.5
EPS증가율 (%)	67.6	-20.0	42.4	3.5
매출채권 회전을 (회)	14.5	12.6	11.9	12.7
재고자산 회전을 (회)	8.5	7.2	6.8	7.2
매입채무 회전을 (회)	14.5	12.7	12.0	12.8
ROA (%)	10.3	7.0	9.3	8.9
ROE (%)	24.5	17.9	23.0	20.7
ROIC (%)	18.4	11.5	17.5	17.0
부채비율 (%)	152.7	163.3	136.5	126.9
유동비율 (%)	122.0	123.6	133.2	139.5
순차입금/자기자본 (%)	49.3	47.4	26.8	20.2
영업이익/금융비용 (x)	28.0	16.8	22.2	22.6

5 Compliance Notice

- S-Oil: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. S-Oil: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☐))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

