

S-Oil
(010950)한국실리콘 유상증자 불참 결정...
펀드멘탈 개선에 긍정적 모멘텀안상희 769.3095
sanghee@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

정유업종

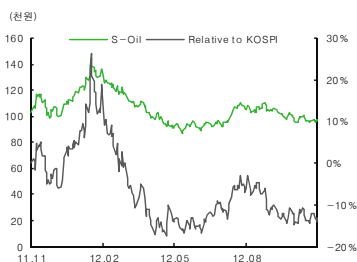
현재가 96,800

목표주가
(유지)

130,000

KOSPI	1911.33
시가총액	11,142 십억원
시가총액비중	1.0%
자본금(보통주)	292 십억원
52주 최고/최저	144,500 원 / 87,100 원
120일 평균거래대금	230 억원
외국인지분율	48.0%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 7 인 35.1% 한진에너지 28.4%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	0.8	-2.9	-8.7	-6.5
상대수익률	-1.8	-2.1	-7.2	-12.7



투자포인트

- 한국실리콘(지분 33.4%)의 유상증자에 참여하지 않는다 조화공사 답변
- 기존 한국실리콘 투자금액의 일부 상각에 따른 2012년말 배당결정에 미치는 영향 미미
- 일시적인 상각부담보다 잠재리스크 해소에 따른 펀드멘탈 개선효과 더 클 것으로 판단

Comment

한국실리콘(지분 33.4%) 유상증자 불참...펀드멘탈 개선에 긍정적

S-OIL이 그동안 논란 중에 있던 태양광업체 한국실리콘 유상증자 건에 대해 참여하지 않을 계획이라고 지난 조화공사(10/24일) 답변 공사(11/23일)를 통해 밝혔다. S-OIL은 태양광업체인 한국실리콘 지분 33.4%(4,104만주, 2,673억원 @6,513원)를 과거 2011년 5월 30일에 인수하여 2대 주주로 등극하였다. 그러나 지분인수 이후 글로벌 태양광경기 회복이 지연되는 가운데 한국실리콘의 유상증자 이슈가 부각됨에 따라 S-OIL 펀드멘탈에 부정적 영향을 미쳤다.

이번 유상증자 불참은 향후 S-OIL 펀드멘탈에 긍정적 영향을 미칠 전망이다. 향후 태양광산업의 리스크에 S-OIL이 추가 노출되지 않을 것으로 판단되기 때문이다. S-OIL의 태양광산업 지속적인 참여 가능성이 최근 S-OIL 실적개선의 펀드멘탈 개선효과를 희석시켜 왔다. 즉 지난 한국실리콘 유상증자가 부각되던 10월 18일 이후 최근까지 경쟁사와의 주가추이를 비교해 보면 S-OIL의 3분기 큰폭의 실적개선에도 불구하고 경쟁사(GS +2.3%, SK이노베이션 -4%)에 대비 -6.1%로 저조하였다.

S-OIL의 이번 한국실리콘 지분 유상증자 불참으로 인해 파생될 수 있는 이슈는 두 가지이다. 첫째는 기존 한국실리콘 투자금액(장부가 2,673억원)에 대한 회계처리 방안, 둘째는 투자금액을 회계적으로 순차 상각처리시 S-OIL 2012년 당기순이익 감익에 따른 배당영향 등이다. 한국실리콘 투자금액의 일부를 상각처리하더라도 배당결정의 핵심인 S-OIL 현금흐름에 변화가 없다. 따라서 당기순이익 감소를 상쇄시킬 수준의 배당성향 상향 조정을 통해 배당규모를 유지할 것으로 판단된다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	20,511	31,914	35,352	36,373	36,822
영업이익	859	1,634	1,145	1,673	1,724
세전순이익	877	1,584	1,218	1,744	1,797
총당기순이익	711	1,191	916	1,312	1,351
지배지분순이익	711	1,191	824	1,312	1,351
EPS	6,225	10,414	7,158	11,486	11,838
PER	14.9	9.6	13.5	8.4	8.2
BPS	38,635	44,812	46,997	53,385	60,130
PBR	2.4	2.2	2.1	1.8	1.6
ROE	16.9	24.5	15.4	22.4	20.4

주: 영업이익은 회산별표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 자료: S-OIL, 대신증권 리서치센터

1. S-OIL 배당투자 시나리오

(단위: 원, %)

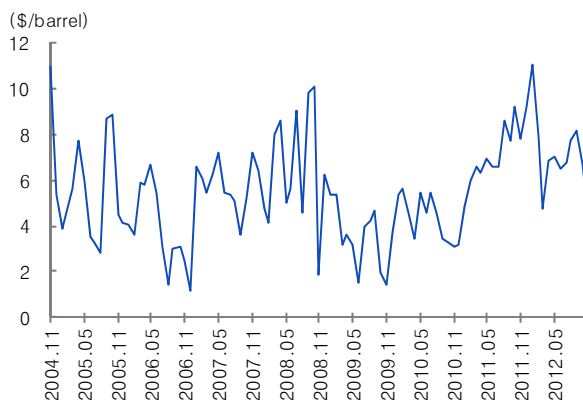
	2011년			2012년		
	1H	2H	합	1H	2H(F)	합(F)
주당 현금배당(원)	1,600	3,200	4,800	450	3,083(A) 3,790(B)	3,533(A) 4,240(B)
현금배당률(%)	64.0	128.0	192.0	18.0	123.3(A) 151.6(B)	141.3(A) 169.6(B)
배당성향(%)...A (50%가정)	23.6	93.0	46.9	34.7	52.7(A)	50.0(A)
배당성향(%)...B (60%가정)					64.8(B)	60.0(B)
순이익(억원)	7,903	4,006	11,909	1,487	6,818	8,240
Capex(억원)	5,247	2,026	7,273	534	1,166	1,700
예상 배당수익률(%)...A						3.2(A)
예상 배당수익률(%)...B						3.9(B)

자료: S-Oil, 대신증권 리서치센터, 주: 순이익은 지배주주순이익 기준

2012년 하반기 예상 배당성향을 전년도 수준인 50%로 가정하면 주당 현금배당은 3,083원으로 배당 수익률은 3.2%이다. 2012년 배당여력이 2011년보다 양호한 점을 감안하여 배당성향을 60% 가정하면 배당수익률은 3.9%로 더 크다. 2011년 시설투자(Capex) 7,273억원이었던 것에 반해 2012년 시설투자는 1,700억원으로 적다. 또한 2012년 9월말 현금예금도 1조 5,220억원으로 6월말 7,740억원보다 큰 점도 배당여력이 전년도보다 큰 것으로 판단하는 배경이다.

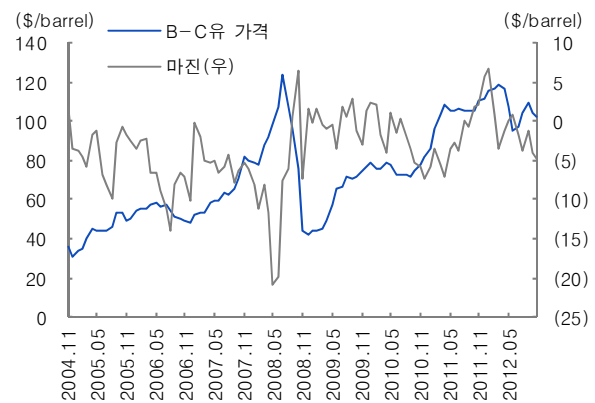
이번 한국실리콘 투자금액 중 일부를 상각처리하더라도 풍부한 현금흐름을 감안하면 배당성향 상향 조정 등을 통해 주당 2012년말 현금배당은 3,000~3,500원 사이에서 결정될 것으로 예상되며 예상 배당수익률은 평균 3.55%로 높은 편이다.

그림 1. Simple margin



자료: Datastream, 대신증권 리서치센터

그림 2. B-C유 국제가격 및 마진



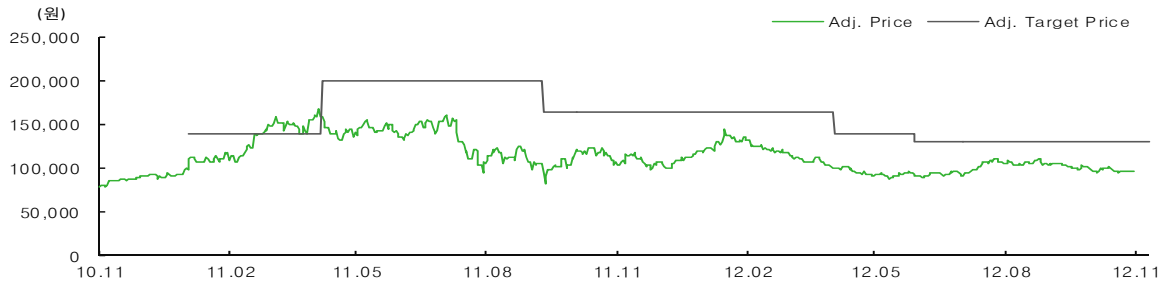
자료: Datastream, 리서치센터

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다 (담당자: 안상희)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.11.26	12.10.31	12.09.16	12.08.11	12.07.29	12.06.22	12.04.26	12.02.02	11.11.21	11.11.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000	140,000	165,000	165,000	165,000
제시일자	11.10.27	11.10.04	11.07.29	11.05.31	11.05.18	11.05.01	11.03.13	11.03.08	11.02.22	11.01.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	165,000	165,000	200,000	200,000	200,000	200,000	140,000	140,000	140,000	140,000
제시일자										
투자의견										
목표주가										

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상