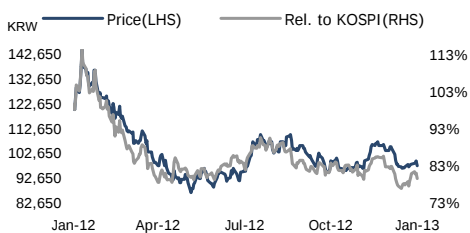


Earnings review

Korea / Refining & Petrochemical				
1 February 2013				BUY
목표주가	130,000 원			
현재주가 (31 Jan 13)	97,900 원			
Upside/downside (%)	32.8			
KOSPI	1961.94			
시가총액 (십억원)	11,022			
52 주 최저/최고	86,400 - 145,000			
일평균거래대금 (십억원)	26.9			
외국인 지분율 (%)	48.2			
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	31,914	35,210	36,717	38,638
영업이익 (십억원)	1,633.7	1,040.3	1,610.4	1,879.4
당기순이익 (십억원)	1,191.0	723.5	1,230.0	1,434.5
수정순이익 (십억원)	1,191.0	723.5	1,230.0	1,434.5
EPS (원)	10,214	6,205	10,548	12,302
EPS 성장률 (%)	68.9	(39.2)	70.0	16.6
P/E (x)	9.8	16.8	9.3	8.0
EV/EBITDA (x)	6.9	12.8	6.6	5.4
배당수익률 (%)	4.8	3.3	5.9	6.6
P/B (x)	2.2	2.2	1.8	1.6
ROE (%)	24.4	13.5	20.9	21.6
순차입금/자기자본 (%)	49.3	50.9	32.4	18.4
Performance				



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(5.9)	(2.0)	(19.8)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(4.1)	(4.6)	(20.1)

권영배, CFA, Analyst
3774 6012 yb.kwon@miraesec.com
홍우태
3774 1478 wthong@miraesec.com

S-Oil (010950 KS)

점진적 수익성 회복 기대

Event

S-Oil 4Q12 실적 발표

S-Oil 4Q12 매출액 8조 3,870 억원, 영업이익 717 억원, 당기순이익 34 억원 기록. 영업이익은 블룸버그 컨센서스 대비 79% 낮고 당사 추정치 대비 76% 낮은 수준.

Figure 1 S-Oil 4Q12 실적 요약

(KRW bn)	Actual	Consensus	Diff. (%)	Mirae Asset	Diff. (%)	YoY (%)	QoQ (%)
Revenue	8,387	8,665	(3.2)	8,873	(5.5)	(9.5)	(1.4)
Operating profit	72	343	(79.1)	296	(75.8)	(80.9)	(86.3)
Net profit	3	227	(98.5)	116	(97.1)	(99.0)	(99.3)
OPM(%)	0.9	4.0	(3.1ppt)	3.3	(2.5ppt)	(3.2ppt)	(5.3ppt)
NPM(%)	0.0	2.6	(2.6ppt)	1.3	(1.3ppt)	(3.6ppt)	(5.3ppt)

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

Impact

예상을 하회하는 4Q12 실적

실적 부진의 주요인은 1) 정제마진의 하락 (4Q12 평균 US\$6.5/bbl vs. 3Q12 평균 US\$9.1/bbl, 싱가포르 복합 정제마진 기준), 2) 원유 가격의 완만한 하락 (4Q12 중 두바이 원유 US\$4/bbl 하락), 3) 원화 강세에 따른 환율 관련 손실 등임 (이 중 환율 관련 손실은 영업외 손익 항목에서 다시 환입).

한국실리콘 관련 손실 2,358 억원 인식 (장부가의 88%)

S-Oil은 한국실리콘 관련 손실을 약 2,358 억원 (3Q12 말 기준 장부가의 88%) 인식. 동사는 2012년 배당성향을 아직 확정 짓지 않았으나 이러한 일회성 손실 인식으로 2012년 연말 배당은 추가적으로 감소할 가능성 존재.

정제마진 반등으로 1Q13 이익 회복 전망

현재 싱가포르 복합 정제마진은 US\$7.1/bbl이며 지난 2012년 4분기 평균보다 약 9% 높은 수준임. 당사는 증대되는 연료유 수요와 진행 중인 중국 경기 회복이 아시아 지역 정제마진을 지지할 것으로 전망. 또한 PX-납사 스프레드가 강세를 이어가며 S-Oil의 석유화학 부문 이익에 기여할 것으로 기대.

Action and recommendation

BUY 투자 의견과 목표주가 130,000 원 유지

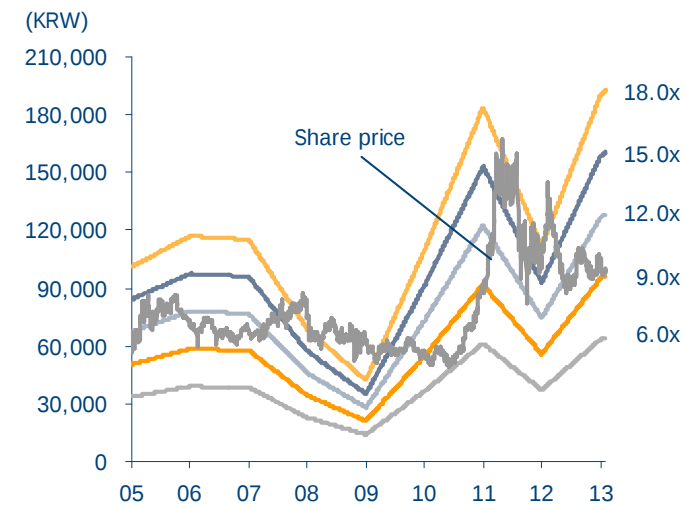
S-Oil 주가는 현재 FY13F P/B 1.8 배에 거래 중. 1) 정제마진 회복과 BTX 강세로 1Q13 실적 개선 가능성이 높고, 2) 높은 지속가능 ROE(21.0%)와 높은 배당 수익률(FY13F 5.9%)을 고려했을 때 현주가는 매력적인 수준이라고 판단. 정유 섹터 Top pick으로 투자 의견 BUY 유지. 다만 단기적으로는 이익 모멘텀이 더 강한 석유화학 섹터를 더 선호.

Figure 2 12M Fwd P/B 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 12M Fwd P/E 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	31,914	35,210	36,717	38,638
매출원가	(29,696)	(33,635)	(34,544)	(36,170)
매출총이익	2,218	1,574	2,173	2,468
판매비와관리비	(521)	(534)	(572)	(599)
영업이익 (조정)	1,698	1,043	1,610	1,879
영업이익	1,634	1,043	1,610	1,879
순이자손익	(16)	13	53	54
지분법손익	3	(14)	(14)	(14)
기타	(37)	(88)	(31)	(32)
세전계속사업손익	1,584	954	1,618	1,887
법인세비용	(393)	(230)	(388)	(453)
당기순이익	1,191	724	1,230	1,434
당기순이익 (지배주주지분)	1,191	724	1,230	1,434
EPS (지배주주지분, 원)	10,214	6,205	10,548	12,302

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	54.4	10.3	4.3	5.2
매출총이익 증가율	68.8	(29.0)	38.0	13.6
영업이익 증가율	96.1	(36.2)	54.4	16.7
당기순이익 증가율	68.9	(39.2)	70.0	16.6
EPS 증가율	68.9	(39.2)	70.0	16.6
매출총이익율	7.0	4.5	5.9	6.4
영업이익률	5.1	3.0	4.4	4.9
당기순이익률	3.7	2.1	3.3	3.7

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	440	455	696	928
당기순이익	1,191	724	1,230	1,434
유무형자산상각비	376	95	377	400
기타	301	(344)	(389)	(389)
운전자본증감	(1,427)	(19)	(522)	(517)
투자현금	(980)	(865)	(728)	(325)
자본적지출	(511)	(290)	(386)	(408)
기타	(470)	(575)	(342)	83
재무현금	563	180	107	(94)
배당금	(442)	(425)	(496)	(694)
자본의증가 (감소)				
부채의증가 (감소)	1,006	605	603	599
기초현금	854	3,341	2,004	2,820
기말현금	877	3,111	2,079	3,328

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	8,824	8,466	9,302	10,486
현금및현금성자산	877	647	722	1,230
단기금융자산	295	403	473	495
매출채권	3,022	2,918	3,175	3,329
재고자산	4,617	4,492	4,926	5,426
기타유동자산	13	6	6	6
비유동자산	4,378	4,414	4,404	4,438
유형자산	3,882	3,783	3,792	3,800
투자자산	368	275	275	275
기타비유동자산	128	356	337	363
자산총계	13,203	12,880	13,706	14,924
유동부채	7,236	6,391	5,956	5,835
매입채무	3,508	2,979	3,149	3,286
단기금융부채	3,260	3,185	2,580	2,322
기타유동부채	468	227	227	227
비유동부채	741	963	1,491	2,089
장기금융부채	488	679	642	695
기타비유동부채	254	285	849	1,394
부채총계	7,977	7,355	7,447	7,924
지배주주지분	5,225	5,525	6,260	7,000
비지배주주지분	N/A	N/A	N/A	N/A
자본총계	5,225	5,525	6,260	7,000
BVPS (원)	44,812	47,383	53,682	60,034

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	24.4	13.5	20.9	21.6
총자산이익률 (%)	10.2	5.5	9.3	10.0
재고자산 보유기간 (일)	46.6	49.4	49.8	52.2
매출채권 회수기간 (일)	29.7	30.8	30.3	30.7
매입채무 결제기간 (일)	36.4	35.2	32.4	32.5
순차입금/자기자본 (%)	49.3	50.9	32.4	18.4
이자보상배율 (x)	104	(79.0)	(30.6)	(34.9)

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

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

업종별 투자의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수대비 ±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 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.

작 성 자 : 권영배, 홍우태

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가	취득일				

REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.

Target Price and Recommendation Chart

