S-Oil(010950.KS)

4Q13 전망: 바닥을 다져가는 정유업 환경, 2014년 개선을 보자

화학/에너지 담당 곽진희
Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

시장 Consensus 대비 (세전이익 기준)

Above	In-line	Below
	O	

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	95,000원
현재주가(10/24)	80,100원

Key Data	(기준일: 2013. 10. 24)
KOSPI(pt)	2,046.7
KOSDAQ(pt)	531.0
액면가(원)	2,500
시가총액(십억원)	9,017.9
52주 최고/최저(원)	108,500 / 66,100
52주 일간 Beta	1.35
발행주식수(천주)	112,583
평균거래량(3M,천주)	239
평균거래대금(3M,백만원)	18,503
배당수익률(13F, %)	2.7
외국인 지분율(%)	46.5
주요주주 지분율(%)	
A.O.C.B.V외 8인	35.1
한진에너지	28.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.0	6.9	-7.9	-19.0
KOSPI대비상대수익률	-1.0	-0.1	-13.7	-25.9

- **3Q13 review: 정기보수 장기화로 영업이익은 부진, 세전이익은 환차이익으로 시장 예상치 충족**
  - 3분기 매출액은 8조 1,258억원(+16.5% qoq, -4.4% yoy), 영업이익은 252억원(-74.7% qoq, -95.1% yoy), 세전이익은 2,603억원으로 전년대비 57% 감소했으나 전분기대비 흑자 전환하였음. 영업이익 기준으로는 당사와 시장 예상치를 크게 하회했으나 세전이익으로는 예상치를 충족하는 실적 기록
  - 정제마진 하락에 따라 정유부문 영업 실적이 저조한 가운데, 영업이익이 예상보다 더 부진했던 이유는 3분기 중 한 달간 예정이었던 고도화설비 RFCC 정기보수가 설비 교체에 따라 3분기 가동률이 39%에 불과했고, 이에 따른 비용과 기회손실 합산 금액이 1,000억원 수준에 달했음. 또한, 환율 하락에 따른 영업이익에서의 영향이 950억원에 달해 정유부문의 영업이익이 크게 부진하였음. 반면, 정유사들은 원유 도입에 대한 부분을 외화부채로 보유하고 있어 3분기 환율 하락에 따른 환차이익이 발생했으며, 그 금액이 2,200억원에 달해 양호한 세전이익을 기록

- **4Q13 전망: 난방유 수요 증가에 따른 정제마진 개선으로 영업이익 1,993억원 예상**
  - 4분기 영업이익은 1,993억원으로 화학부문과 윤활유부문의 이익이 양호하게 유지되는 가운데, 정유부문의 개선으로 전분기대비 개선 예상
  - 원화강세가 이어지고 있고, 9월 평균 두바이유가가 $108이었기 때문에 재고 손실 발생이 예상되어 4분기에 의미있는 실적 개선은 어려울 것으로 예상되나, 난방유 수요 증가에 따른 정제마진 개선으로 3분기 실적을 바닥으로 개선 예상
  - 2013년 예상 순이익이 전년대비 낮아질 것으로 예상되어 배당수익률도 소폭 낮아질 전망. 배당성향 유지 정책에 따라 주당배당금은 2,150원으로 예상되어 배당수익률은 보통주 기준으로 2.7%, 우선주 3.9% 예상됨

- **현 주가에 우려는 충분히 반영, 2014년 실적 개선 예상되어 투자의견 BUY 유지**
  - 하반기 정유주는 유가 하락에 대한 우려, 부진한 수준의 정제마진 추이 지속에 따라 주가 약세를 보여 왔음. 그러나 3분기 부진한 실적을 바닥으로 4분기 난방유 수요 증가, 2014년 정유 수급 개선(공급 순증분 50만 B/D, 수요 90만 B/D 증가 예상)으로 정제마진 상승 예상되어 2014년 이익 개선 예상
  - 투자의견 BUY와 목표주가 95,000원 유지함

Earnings Summary(IFRS 연결 기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	3Q13P			4Q13F			2012	2013F		2014F	
	실적발표	예상치	차이 (%,%p)	예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)		예상치	yoy (%,%p)	예상치	yoy (%,%p)
매출액	8,125.8	8,034.9	1.1	8,176.5	0.6	-2.5	34,723.3	31,290.6	-9.9	32,884.4	5.1
영업이익	25.2	256.1	-90.1	199.3	689.8	535.5	781.8	651.2	-16.7	1,056.7	62.3
세전이익	260.3	244.8	6.4	212.0	-18.6	흑전	718.9	635.9	-11.6	1,122.6	76.6
순이익	203.1	188.5	7.7	165.3	-18.6	흑전	585.2	493.4	-15.7	875.7	77.5
OP Margin	0.3	3.2	-2.9	2.4	2.1	2.1	2.3	2.1	-0.2	3.2	1.1
NP Margin	2.5	2.3	0.2	2.0	-0.5	2.3	1.7	1.6	-0.1	2.7	1.1
EPS(원)	7,215	6,697	7.7	5,631	-21.9	흑전	5,198	4,383	-15.7	7,778	77.5
BPS(원)	45,888	45,763	0.3	47,288	3.0	-14.0	45,737	47,288	3.4	52,029	10.0
ROE(%)	15.7	14.6	1.1	11.9	-3.8	흑전	11.0	9.0	-2.0	15.0	6.0
PER(X)	11.1	12.0	-	14.2	-	-	20.0	18.3	-	10.3	-
PBR(X)	1.7	1.8	-	1.7	-	-	2.3	1.7	-	1.5	-

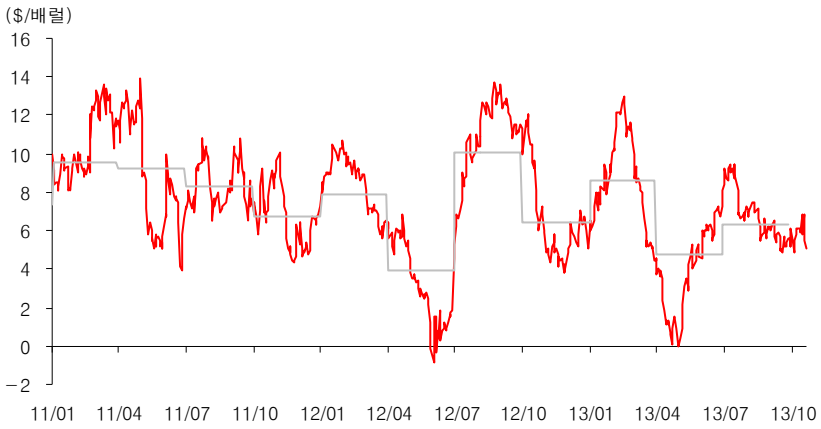
자료: S-Oil, 유진투자증권
주: EPS, ROE는 annualized 기준

도표 1 S-Oil 3분기 review

(십억원, %, %p)	3Q13P	당사예상치	차이	Consensus	차이	2Q13	3Q12	QoQ	YoY	4Q13F	QoQ
매출액	8,125.8	8,034.9	1.1	7,863.5	3.3	6,974.7	8,502.8	16.5	(4.4)	8,176.5	0.6
영업이익	25.2	256.1	(90.1)	230.4	(89.1)	99.9	519.7	(74.8)	(95.1)	199.3	689.8
세전이익	260.3	244.8	6.4	254.2	2.4	(29.6)	602.1	흑전	(56.8)	212.0	(18.6)
순이익	203.1	188.5	7.7	209.6	(3.1)	(22.4)	456.5	흑전	(55.5)	165.3	(18.6)
영업이익률	0.3	3.2	(2.9)	2.9	(2.6)	1.4	6.1	(1.1)	(5.8)	2.4	2.1
순이익률	2.5	2.3	0.2	2.7	(0.2)	(0.3)	5.4	2.8	(2.9)	2.0	(0.5)

자료: S-Oil, 유진투자증권

도표 2 정제마진 추이와 분기평균 정제마진 흐름



자료: 페트로넷, 유진투자증권

도표 3 S-Oil 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
정유											
매출액	6,532.3	5,703.8	6,693.3	6,637.4	6,683.4	6,511.3	6,684.6	6,774.6	28,172.0	25,566.8	26,654.0
영업이익	131.0	(59.4)	(168.6)	8.6	80.6	(17.7)	121.5	39.3	(373.9)	(88.4)	223.8
영업이익률	2.0	(1.0)	(2.5)	0.1	1.2	(0.3)	1.8	0.6	(1.3)	(0.3)	0.8
화학											
매출액	1,048.6	869.9	985.8	988.6	1,010.9	1,011.0	1,010.4	1,009.0	4,297.0	3,892.9	4,041.3
영업이익	181.7	109.5	153.6	149.4	130.5	101.2	129.0	184.4	827.6	594.2	545.1
영업이익률	17.3	12.6	15.6	15.1	12.9	10.0	12.8	18.3	19.3	15.3	13.5
윤활유											
매출액	432.8	401.0	446.7	550.4	547.4	547.3	547.2	547.1	2,254.5	1,830.9	2,189.1
영업이익	14.2	49.5	40.2	41.2	63.9	66.8	78.5	78.5	330.4	145.1	287.7
영업이익률	3.3	12.3	9.0	7.5	11.7	12.2	14.3	14.3	14.7	7.9	13.1
합계											
매출액	8,013.7	6,974.7	8,125.8	8,176.5	8,241.7	8,069.6	8,242.2	8,330.8	34,723.3	31,290.6	32,884.4
영업이익	326.9	99.6	25.2	199.3	275.0	150.4	329.0	302.2	781.8	651.2	1,056.7
영업이익률	4.1	1.4	0.3	2.4	3.3	1.9	4.0	3.6	2.3	2.1	3.2

자료: S-Oil, 유진투자증권

S-Oil(010950.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
자산총계	13,202.7	12,497.4	13,428.8	14,068.2	14,723.2
유동자산	8,824.4	8,581.5	9,444.7	10,134.5	10,833.8
현금성자산	1,172.0	1,180.1	831.6	1,359.0	2,045.2
매출채권	3,022.2	2,998.5	3,611.9	3,680.0	3,685.4
재고자산	4,617.1	4,385.9	4,984.0	5,078.1	5,085.6
비유동자산	4,378.4	3,915.9	3,984.1	3,933.8	3,889.4
투자자산	458.9	202.6	206.8	215.2	223.9
유형자산	3,882.5	3,670.3	3,728.5	3,661.7	3,601.6
기타	37.0	42.9	48.9	56.9	63.9
부채총계	7,977.4	7,121.3	7,866.0	7,944.5	7,960.5
유동부채	7,236.0	6,275.1	7,007.6	7,079.3	7,088.2
매입채무	3,507.6	3,103.6	3,619.6	3,687.9	3,693.4
유동성이자부채	3,260.3	2,834.8	3,047.9	3,047.9	3,047.9
기타	468.1	336.7	340.1	343.5	346.9
비유동부채	741.4	846.2	858.3	865.2	872.3
비유동이자부채	487.8	673.2	671.6	671.6	671.6
기타	253.6	173.0	186.7	193.6	200.7
자본총계	5,225.3	5,376.0	5,562.9	6,123.7	6,762.6
지배지분	5,225.3	5,376.0	5,562.9	6,123.7	6,762.6
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
이익잉여금	3,562.6	3,704.1	3,888.9	4,449.7	5,088.6
기타	39.7	48.9	51.0	51.0	51.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,225.3	5,376.0	5,562.9	6,123.7	6,762.6
총차입금	3,748.1	3,508.0	3,719.5	3,719.5	3,719.5
순차입금	2,576.1	2,327.9	2,887.9	2,360.5	1,674.3

손익계산서

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	31,913.9	34,723.3	31,290.6	32,884.4	33,214.0
증가율(%)	55.6	8.8	(9.9)	5.1	1.0
매출원가	29,695.7	33,410.8	30,087.2	31,284.7	31,452.5
매출총이익	2,218.1	1,312.5	1,203.4	1,599.7	1,761.5
판매 및 일반관리비	520.6	530.7	552.2	543.0	531.6
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	1,697.5	781.8	651.2	1,056.7	1,229.9
증가율(%)	97.5	(53.9)	(16.7)	62.3	16.4
EBITDA	2,073.3	1,173.0	849.7	1,450.0	1,617.6
증가율(%)	82.6	(43.4)	(27.6)	70.7	11.6
영업외손익	(113.8)	(62.8)	(15.3)	66.0	112.6
이자수익	42.7	45.1	20.4	42.6	43.1
이자비용	58.4	85.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	3.0	(249.8)	8.6	8.4	8.4
기타영업손익	(101.1)	227.4	(44.3)	15.0	61.1
세전순이익	1,583.7	718.9	635.9	1,122.6	1,342.5
증가율(%)	80.7	(54.6)	(11.6)	76.6	19.6
법인세비용	392.7	133.8	142.5	247.0	295.3
당기순이익	1,191.0	585.2	493.4	875.7	1,047.1
증가율(%)	67.6	(50.9)	(15.7)	77.5	19.6
지배주주지분	1,191.0	585.2	493.4	875.7	1,047.1
증가율(%)	67.6	(50.9)	(15.7)	77.5	19.6
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	10,579	5,198	4,383	7,778	9,301
증가율(%)	67.6	(50.9)	(15.7)	77.5	19.6
수정 EPS	10,579	5,198	4,306	7,652	9,137
증가율(%)	67.6	(50.9)	(17.2)	77.7	19.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업현금	440.0	735.4	344.8	1,176.8	1,429.4
당기순이익	1,191.0	585.2	493.4	875.7	1,047.1
자산상각비	375.8	391.2	198.5	393.4	387.7
기타비현금성손익	85.9	(74.2)	498.5	(1.5)	(1.2)
운전자본증감	(1,427.5)	(162.6)	(669.0)	(90.7)	(4.2)
매출채권감소(증가)	(864.7)	337.0	(728.8)	(68.2)	(5.4)
재고자산감소(증가)	(1,695.0)	206.5	(777.4)	(94.1)	(7.5)
매입채무증가(감소)	817.5	(156.5)	647.1	68.3	5.4
기타	314.7	(549.5)	190.1	3.2	3.3
투자현금	(980.1)	(597.6)	(712.7)	(373.9)	(375.8)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(19.1)	(39.3)	(40.9)
장기투자증권감소	0.0	0.0	3.6	7.2	7.2
설비투자	(511.1)	(187.7)	(433.9)	(320.0)	(320.0)
유형자산처분	0.5	4.1	1.4	0.0	0.0
무형자산처분	(3.4)	(1.6)	(10.7)	(14.6)	(14.6)
재무현금	563.2	(580.3)	(202.2)	(314.8)	(408.2)
차입금증가	1,005.7	(155.3)	106.5	0.0	0.0
자본증가	(442.5)	(425.0)	(308.7)	(314.8)	(408.2)
배당금지급	442.5	425.0	308.7	314.8	408.2
현금 증감	23.1	(442.5)	(570.0)	488.1	645.4
기초현금	853.9	877.0	434.4	(135.5)	352.6
기말현금	877.0	434.4	(135.5)	352.6	997.9
Gross Cash flow	2,080.5	1,311.7	1,190.4	1,267.5	1,433.6
Gross Investment	2,407.6	760.2	1,362.6	425.3	339.2
Free Cash Flow	(327.1)	551.5	(172.2)	842.2	1,094.4

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

주요투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표					
EPS	10,579	5,198	4,306	7,652	9,137
BPS	44,495	45,737	47,288	52,029	57,448
DPS	4,800	2,650	2,150	3,500	4,600
밸류에이션(배,%)					
PER	9.5	20.0	18.3	10.3	8.6
PBR	2.2	2.3	1.7	1.5	1.4
EV/ EBITDA	6.8	12.2	14.3	8.0	6.8
배당수익율	4.8	2.5	2.7	4.4	5.7
PCR	5.6	9.2	7.8	7.4	6.5
수익성(%)					
영업이익율	5.3	2.3	2.1	3.2	3.7
EBITDA이익율	6.5	3.4	2.7	4.4	4.9
순이익율	3.7	1.7	1.6	2.7	3.2
ROE	24.5	11.0	9.0	15.0	16.3
ROIC	18.9	8.5	6.3	9.8	11.4
안정성(%)					
순차입금/자기자본	49.3	43.3	51.9	38.5	24.8
유동비율	122.0	136.8	134.8	143.2	152.8
이자보상배율	107.9	19.3	n/a	n/a	n/a
활동성(회)					
총자산회전율	2.8	2.7	2.4	2.4	2.3
매출채권회전율	12.4	11.5	9.5	9.0	9.0
재고자산회전율	8.5	7.7	6.7	6.5	6.5
매입채무회전율	10.8	10.5	9.3	9.0	9.0

Compliance Notice

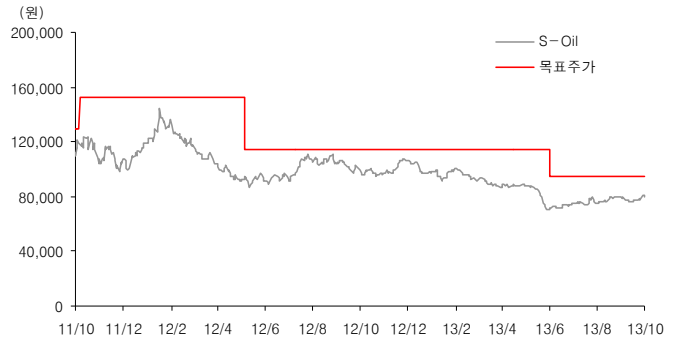
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 종가대비 0%미만

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)
2011-10-31	BUY	153,000
2012-05-29	BUY	114,000
2012-09-14	BUY	114,000
2013-01-08	HOLD	114,000
2013-02-01	HOLD	114,000
2013-03-25	BUY	114,000
2013-10-02	BUY	95,000
2013-10-25	BUY	95,000

S-Oil(010950.KS) 주가 및 목표주가 추이