

Target price lowered / Company update

Korea / Chemicals

2 July 2014

BUY

목표주가 **80,000** 원
현재주가 (1 July 2014) **56,800** 원

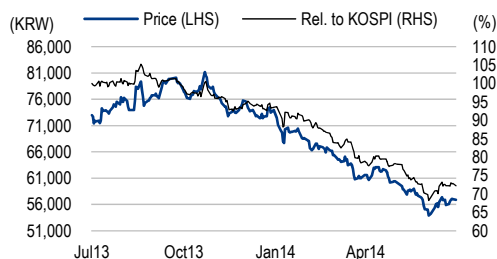
Upside/downside (%) 40.6
KOSPI 1,999.00
시가총액 (십억원) 6,406
52주 최저/최고 53,900 - 81,200
일평균거래대금 (십억원) 14.00
외국인 지분율 (%) 46.3

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E	Dec-16 E
매출액 (십억원)	31,159	32,162	35,171	38,367
영업이익 (십억원)	366.0	335.7	952.6	1,167.4
당기순이익 (십억원)	289.6	314.7	717.9	881.1
수정순이익 (십억원)	289.6	314.7	717.9	881.1
EPS (원)	2,573	2,796	6,377	7,826
EPS 성장률 (%)	(50.5)	8.7	128.1	22.7
P/E (x)	28.8	20.4	8.9	7.3
EV/EBITDA (x)	14.7	10.7	5.7	4.9
배당수익률 (%)	1.8	2.6	6.2	7.0
P/B (x)	1.6	1.2	1.1	1.0
ROE (%)	5.4	5.8	12.4	14.1
순차입금/자기자본 (%)	42.3	27.1	18.3	18.2

Change to EPS	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E	Dec-16 E
변경후 (원)	2,573	2,796	6,377	7,826
변경전 (원)	2,573	5,088	9,615	10,728

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	3.3	(7.0)	(22.3)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	2.9	(8.1)	(29.7)

권영배, CFA, Analyst

3774 6012 yb.kwon@miraesasset.com

S-Oil (010950 KS)

느리지만 좋아지고 있다

Event

우리는 S-Oil의 2Q14 영업이익 및 당기순이익을 각각 -344 억원, 475 억원으로 추정함 (Bloomberg 컨센서스 영업이익 963 억원).

Impact

2014-16E 이익 추정치 하향, 낮아진 정제마진 전망 반영

S-Oil의 2Q14 영업이익은 -344 억원 기록할 것으로 전망됨. 이는 2분기 중 1) 예상보다 낮은 정제마진과 2) 원화 강세와 원재료 투입시차로 인한 손실(약 1,000 억원) 때문. 하지만 원화 강세로 인한 영업이익 감소분은 대부분 영업외 외환관련 이익으로 환입 되었을 것으로 예상됨. 따라서 당기순이익은 전분기 대비 86% 증가한 475 억원을 기록할 전망.

2Q14 평균 정제마진(싱가포르 복합정제마진 기준)은 US\$5.8/bbl 을 기록했음. 이는 우리의 기존 전망치대비 US\$1.7/bbl 낮음. 최근 가솔린 크래크 US\$20/bbl 수준을 회복하긴 했으나, 디젤 크래크 US\$13/bbl 수준에 머물고 있어 의미 있는 정제마진의 상승을 보이고 있지 못함. 우리는 정제마진 상승에 대한 기대를 낮추어 2015-16F 평균 정제마진 가정치를 US\$6.3/bbl 로 낮추었음.

PX-납사 스프레드 US\$480/톤, 미국 벤젠 강세가 아시아 가격 지지할 것

현재 PX(para-xylene) 가격은 US\$1,460/톤으로 3월 말 대비 US\$240 오름 (2014년 6월 30일 기준). PX-납사 스프레드는 US\$480/톤으로 상승(vs 1Q14 평균 US\$321/톤). PX 스프레드는 최저 생산원가인 US\$200 미만으로 하락했었던 4월 이후 꾸준히 반등. 이는 PX 생산업체의 생산량 조절과 최종 수요 회복이 작용한 것으로 판단됨.

한편 미국을 중심으로 벤젠, 톨루엔, 자일렌(Mixed-xylenes) 등 방향족(Aromatics) 계열의 가격 강세가 두드러짐. 최근 미국 벤젠 가격은 US\$1,610/톤(FOB USGC 기준)으로 사상 최고가를 기록했던 지난 1월 이후 가장 높음. 아시아 벤젠가격(FOB Korea 기준)대비 US\$200 이상 비싸 아시아로부터 수입량 증가할 전망. 우리는 미국의 높은 벤젠가격이 자일렌을 포함한 아시아의 방향족(Aromatics) 계열 제품 가격을 지지할 것으로 전망함.

Action and recommendation

투자 의견 매수 유지, 정유업종 최선호주

S-Oil에 대한 투자 의견 매수를 유지함. 목표주가는 낮아진 이익 전망치를 반영하여 80,000 원으로 낮춤 (기존 목표주가: 90,000 원). 1) 정제마진의 추가 하락 가능성이 제한적이고, 2) PX-납사 스프레드가 충분히 회복되어 이익 추정치의 추가 하락 가능성도 낮음. 정유 및 석유화학, 윤활기유 부문 등 모든 사업부문의 이익이 점진적으로 회복되고 있음을 감안하면, 현 밸류에이션은 매력적임. S-Oil은 미래에셋증권 정유 섹터 최선호주임.

Figure 1 Target price calculation

Sustainable ROE	(%)	14.1
Cost of equity	(%)	9.5
Long-term growth	(%)	2.0
Target P/B	(x)	1.6
12m Fwd BPS	(KRW)	49,547
Target price	(KRW)	80,000

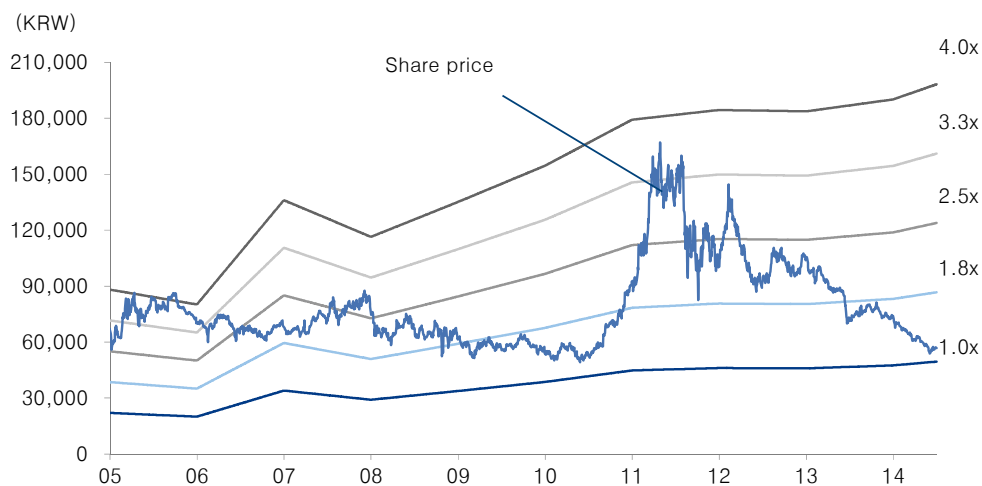
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 Key earnings revision

(KRW bn)	2014E			2015E		
	New	Previous	%chg	New	Previous	%chg
Sales	32,162	32,312	(0.5)	35,171	35,501	(0.9)
Operating profit	336	752	(55.4)	953	1,483	(35.8)
Net profit	315	593	(46.9)	718	1,121	(36.0)
OPM (%)	1.0	2.3	(1.3ppt)	2.7	4.2	(1.5ppt)
NPM (%)	1.0	1.8	(0.9ppt)	2.0	3.2	(1.1ppt)
EPS (KRW)	2,796	5,088	(45.0)	6,377	9,615	(33.7)
BPS (KRW)	47,519	48,908	(2.8)	51,576	55,322	(6.8)

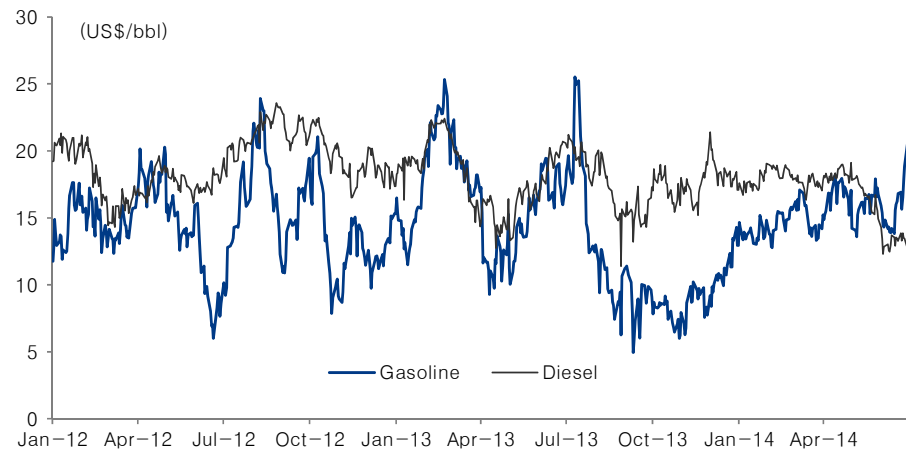
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 P/B band chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터, Bloomberg

Figure 4 Asia gasoline and diesel cracks



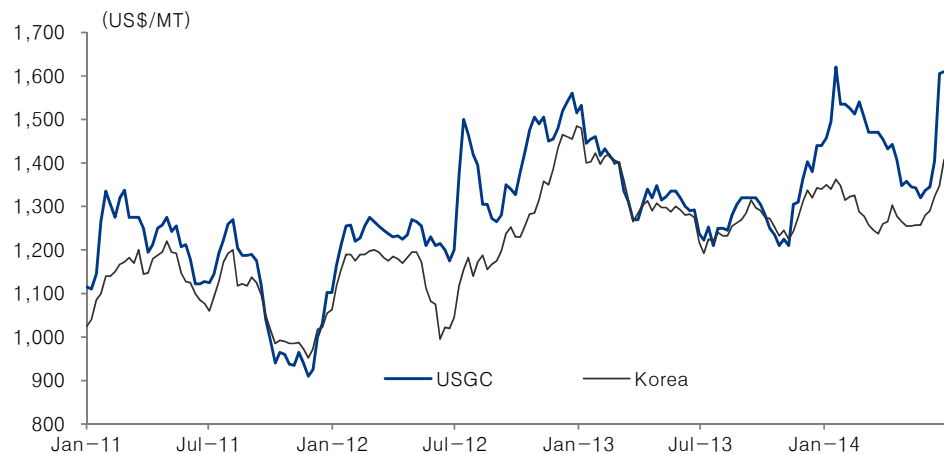
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 PX-Naphtha spread



자료: Ciscem, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 Benzene prices (Korea vs USGC)



자료: Ciscem, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 S-Oil 실적추정

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14F	3Q14E	4Q14E	2014E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2015E
Sales	8,014	6,975	8,126	8,045	31,159	7,602	8,010	8,229	8,320	32,162	8,514	8,706	8,902	9,050	35,171
Petroleum	6,532	5,704	6,693	6,579	25,509	6,179	6,479	6,641	6,741	26,039	6,875	7,047	7,223	7,368	28,514
Petrochemical	1,049	870	986	994	3,898	895	978	1,011	1,002	3,886	1,016	1,016	1,016	1,016	4,064
Base oil	433	401	447	471	1,752	529	553	577	578	2,237	622	642	662	666	2,593
Operating profit	327	100	25	(86)	366	47	(34)	163	160	336	209	217	275	252	953
Petroleum	131	(59)	(169)	(225)	(322)	(52)	(127)	15	2	(163)	15	(14)	30	30	61
Petrochemical	182	110	154	121	566	47	29	76	80	232	107	122	132	122	483
Base oil	14	50	40	52	156	53	64	72	78	266	87	109	113	100	409
Net profit	147	(22)	192	(28)	290	26	48	122	120	315	157	163	207	190	718

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	31,159	32,162	35,171	38,367
매출원가	30,229	31,244	33,592	36,524
매출총이익	929	918	1,580	1,842
판매비와관리비	563	582	627	675
영업이익 (조정)	366	336	953	1,167
영업이익	366	336	953	1,167
순이자손익	(15)	(16)	(44)	(43)
지분법손익	7	6	6	6
기타	29	82	30	29
세전계속사업손익	387	409	945	1,159
법인세비용	98	94	227	278
당기순이익	290	315	718	881
당기순이익 (지배주주지분)	290	315	718	881
EPS (지배주주지분, 원)	2,573	2,796	6,377	7,826

증가율&마진 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액증가율	(10.3)	3.2	9.4	9.1
매출총이익증가율	(29.2)	(1.2)	72.1	16.6
영업이익증가율	(53.2)	(8.3)	183.8	22.5
당기순이익증가율	(50.5)	8.7	128.1	22.7
EPS 증가율	(50.5)	8.7	128.1	22.7
매출총이익율	3.0	2.9	4.5	4.8
영업이익률	1.2	1.0	2.7	3.0
당기순이익률	0.9	1.0	2.0	2.3

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	793	190	895	974
당기순이익	290	315	718	881
유무형자산상각비	368	420	400	400
기타	(180)	24	(13)	(10)
운전자본증감	316	(569)	(210)	(297)
투자현금	(96)	(483)	(930)	(1,270)
자본적지출	(445)	(530)	(850)	(1,200)
기타	349	47	(80)	(70)
재무현금	(547)	288	239	78
배당금	(309)	(126)	(245)	(431)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	(239)	413	484	509
기초현금	434	585	579	784
기말현금	585	579	784	565

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	7,913	9,080	10,010	10,635
현금및현금성자산	585	579	784	565
단기금융자산	362	585	618	622
매출채권	2,707	3,328	3,620	3,974
재고자산	4,238	4,576	4,978	5,464
기타유동자산	22	11	11	11
비유동자산	4,008	4,216	4,690	5,518
유형자산	3,760	3,890	4,340	5,140
투자자산	122	122	122	122
기타비유동자산	126	204	227	255
자산총계	11,921	13,297	14,700	16,153
유동부채	5,885	5,489	5,563	5,716
매입채무	3,037	3,228	3,511	3,854
단기금융부채	2,691	2,104	1,895	1,706
기타유동부채	157	157	157	157
비유동부채	682	2,266	3,124	3,973
장기금융부채	520	563	609	659
기타비유동부채	162	1,704	2,515	3,314
부채총계	6,567	7,756	8,686	9,689
지배주주지분	5,354	5,541	6,014	6,464
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	5,354	5,541	6,014	6,464
BVPS (원)	45,916	47,519	51,576	55,432

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2013	2014E	2015E	2016E
자기자본이익률 (%)	5.4	5.8	12.4	14.1
총자산이익률 (%)	2.4	2.5	5.1	5.7
재고자산보유기간 (일)	50.5	50.0	49.6	49.7
매출채권회수기간 (일)	33.4	34.2	36.1	36.1
매입채무결제기간 (일)	36.0	35.6	35.0	35.0
순차입금/자기자본 (%)	42.3	27.1	18.3	18.2
이자보상배율 (x)	24.0	2.9	21.7	27.0

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
REDUCE : 현주가 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

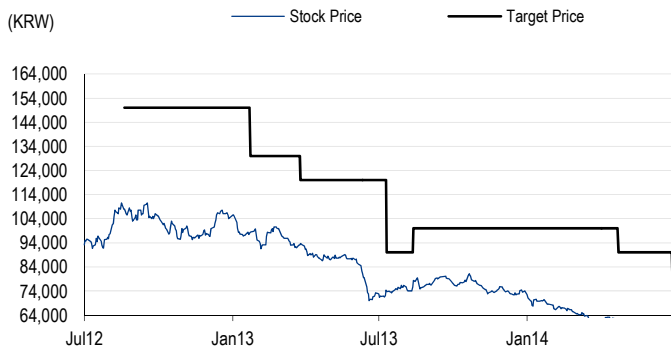
본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.

[작성자: 권영배]

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

Target Price and Recommendation Chart

S-Oil (010950 KS)



Date	Recommendation	12m target price
2012-08-21	BUY (Initiate)	150,000
2012-09-27	BUY	150,000
2012-11-22	BUY	150,000
2012-11-29	BUY	150,000
2012-12-24	BUY	150,000
2013-01-24	BUY	130,000 (Down)
2013-02-01	BUY	130,000
2013-03-27	BUY	120,000 (Down)
2013-05-02	BUY	120,000
2013-07-12	BUY	90,000 (Down)
2013-07-25	BUY	90,000
2013-08-14	BUY	100,000 (Up)
2013-09-13	BUY	100,000
2013-10-25	BUY	100,000
2014-01-10	BUY	100,000
2014-03-03	BUY	100,000
2014-04-25	BUY	90,000 (Down)
2014-07-02	BUY	80,000 (Down)