

Company Update

Analyst 이지연

02) 6915-5673

leepd200@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 80,000원

현재가 (10/19) 69,800원

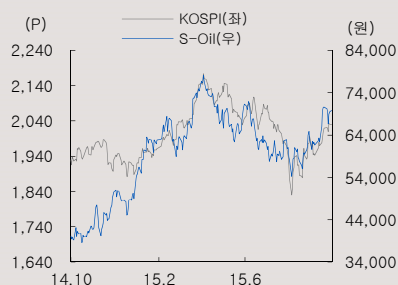
KOSPI (10/19)	2,030.27pt
시가총액	8,028십억원
발행주식수	116,605천주
액면가	2,500원
52주 최고가	78,100원
최저가	38,600원
60일 일평균거래대금	23십억원
외국인 지분율	78.1%
배당수익률 (2015F)	1.9%

주주구성		
Aramco	Overseas	63.48%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	9%	-1%	66%
절대기준	11%	-6%	77%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	80,000	80,000	-
EPS(15)	5,740	6,010	▼
EPS(16)	7,986	8,107	▼

S-Oil 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

S-Oil (010950)

컨센서스 부합하는 부진한 실적

3Q15 영업이익 124억원으로 QoQ -98%, YoY 흑전

S-Oil의 3분기 영업이익은 124억원으로 컨센서스 550억원을 하회하였다. 화학과 윤활기유 부문은 전분기 대비 개선되었으나, 정유부문의 재고평가손실 영향이 컸기 때문이다. 정유부문의 영업적자는 1,712억원으로 전분기 대비 적자 전환되었는데, 정기보수에 따른 물량 감소와 유가 하락에 따른 재고평가손실이 약 1,050억원 가량 반영되었다. 정제마진도 비수기 영향으로 하락세를 보였다. 반면, 화학부문의 영업이익은 880억원으로 전분기 대비 33% 증가하였는데, 3분기 PX제품 스프레드가 \$300/톤으로 전분기 대비 15% 하락하였음에도 불구하고, 3분기 정기보수 일정이 2분기 대비 줄어들면서 물량 증가 효과가 있었다. 윤활기유부문은 원료인 BC유 가격 하락에 따른 마진 확대로 영업이익은 전분기 대비 20% 증가한 956억원을 기록하였다.

4분기 성수기 효과는 가능할 전망

4분기 영업이익은 1,763억원으로 전분기 대비 실적 개선이 가능할 전망이다. 무엇보다 정유업종 최성수기에 따른 정유제품 마진 개선이 기대되며, 유가 안정에 따라 3분기에 반영된 1,300억원의 재고평가손실이 사라질 가능성이 높기 때문이다. 최근 정제마진은 난방유 수요 증가에 따른 경유마진 회복으로 상승할 것으로 예상되나, 원유 공급과잉 지속으로 정유부문의 의미있는 실적 개선은 제한적일 전망이다. 반면, 화학부문은 비수기 진입으로 감익이 예상된다.

투자의견 '매수'와 목표주가 80,000원 유지

3분기 실적을 바탕으로 4분기 실적 개선이 가능하나, 원유 생산 과잉에 따른 저유가로 정유부문의 실적 개선 폭은 제한적일 것으로 예상된다. 또한 18년 상반기 5조 원 가량의 고도화설비 투자를 앞두고 있어 향후 차입금 증가가 부담스럽다. 또한 대규모 투자 결정으로 배당 성향도 과거대비 낮아질 전망이다. 다만, 단기 실적 개선에 따라 동사에 대해 '매수'의견과 목표주가 80,000원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	31,159	28,558	18,289	22,165	23,829
영업이익	366	-290	1,033	1,302	1,428
세전이익	387	-386	877	1,220	1,328
지배주주순이익	290	-288	669	931	1,014
EPS(원)	2,484	-2,468	5,740	7,986	8,697
증가율(%)	-50.5	적전	흑전	39.1	8.9
영업이익률(%)	1.2	-1.0	5.6	5.9	6.0
순이익률(%)	0.9	-1.0	3.7	4.2	4.3
ROE(%)	5.4	-5.6	12.9	16.0	15.2
PER	29.8	-19.6	12.2	8.7	8.0
PBR	1.6	1.1	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	14.7	161.2	8.2	7.7	7.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

3Q15 영업이익 124억원으로 QoQ -98%, YoY 흑전

S-Oil의 3분기 영업이익은 124억원으로 1개월 컨센서스 550억원과 IBK추정치 530억원을 하회하였다. 화학과 윤활기유 부문은 전분기 대비 각각 33%와 20% 개선되었으나, 정유부문 영업이익은 재고평가손실 반영으로 적자 전환한 영향이 컸다.

부문별로 보면, 정유부문의 영업적자는 1,712억원으로 적자 전환되었다. 먼저, 3분기 CDU설비 정기보수로 판매물량이 약 10% 감소하였으며, 유가가 배럴당 10불 이상 하락하면서 정유부문 재고평가손실이 약 1,050억원 가량 반영되었다. 정제마진도 비수기 영향으로 하락세를 보였다. 3분기 싱가포르 복합정제마진은 배럴당 \$3.8로 전분기 대비 17% 하락하였다.

반면, 화학부문의 영업이익은 880억원으로 전분기대비 33% 증가하였는데, 3분기 PX제품 스프레드가 \$300/톤으로 전분기 대비 15% 하락하였음에도 불구하고, 3분기 정기보수가 전분기 두 달에서 한 달로 줄어들면서 물량 증가 효과가 있었다.

윤활기유 부문의 영업이익도 956억원으로 전분기 대비 20% 증가하였으며, 원료인 BC유 제품 가격 하락에 따른 마진 확대 효과가 있었다.

4분기 성수기 효과는 가능할 전망

4분기 영업이익은 1,763억원으로 전분기 대비 실적 개선이 가능할 전망이다. 무엇보다 정유업종 최성수기에 따른 정유제품 마진 개선이 기대되며, 유가 안정에 따라 3분기에 반영된 1,300억원의 재고평가손실이 사라질 가능성이 높기 때문이다.

최근 정제마진은 난방유 수요 증가에 따른 경유마진 회복으로 상승세를 보일 것으로 예상되나, 원유 공급과잉 지속으로 정유부문의 의미있는 실적 개선은 제한적일 전망이다. 윤활유부문의 견조한 마진은 가능하나 화학부문은 비수기에 진입하기 때문에 4분기 감익이 이어질 것으로 예상된다.

투자 의견 '매수'와 목표주가 80,000원 유지

3분기 실적을 바닥으로 4분기 실적 개선이 가능하나, 원유 생산 과잉으로 15년~16년 유가는 배럴당 \$45~\$60의 박스권에서 등락을 반복할 것으로 예상되면서, 실적 개선 폭은 제한적일 것으로 예상된다.

또한 18년 상반기 5조원 가량의 고도화설비 투자를 앞두고 있는 상황으로 향후 차입금 증가가 부담스럽다. 또한 대규모 투자 결정으로 인해 해당 성향도 기대보다 낮아질 전망이다. 다만, 단기 실적 개선 가능성으로 동사에 대해 '매수'의견과 목표주가 80,000원을 유지한다.

표 1. S-Oil 실적 추정

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15F	4Q15F	12	13	14	15F	16F
매출액	7,602	7,419	7,268	6,268	4,374	5,143	4,427	4,346	34,723	31,159	28,558	18,289	22,165
(QoQ, %)	(5.5)	(2.4)	(2.0)	(13.8)	(30.2)	17.6	(13.9)	(1.8)					
(YoY, %)	(5.1)	6.4	(10.6)	(22.1)	(42.5)	(30.7)	(39.1)	(30.7)	8.8	(10.3)	(8.3)	(36.0)	21.2
정유	6,179	6,000	5,834	5,067	3,464	4,058	3,487	3,417	28,172	25,509	23,080	14,426	17,594
(QoQ, %)	(6.1)	(2.9)	(2.8)	(13.2)	(31.6)	17.2	(14.1)	(2.0)					
(YoY, %)	(5.4)	5.2	(12.8)	(23.0)	(43.9)	(32.4)	(40.2)	(32.6)	8.5	(9.5)	(9.5)	(37.5)	22.0
석유화학	895	907	943	761	532	711	610	592	4,297	3,898	3,506	2,445	3,049
(QoQ, %)	(10.0)	1.4	4.0	(19.4)	(30.1)	33.7	(14.1)	(3.0)					
(YoY, %)	(14.6)	4.3	(4.3)	(23.5)	(40.6)	(21.7)	(35.3)	(22.2)	23.1	(9.3)	(10.1)	(30.3)	24.7
윤활기유	529	512	491	440	378	374	329	338	2,254	1,752	1,972	1,419	1,522
(QoQ, %)	12.2	(3.2)	(4.2)	(10.3)	(14.1)	(1.2)	(11.8)	2.5					
(YoY, %)	22.2	27.7	9.8	(6.5)	(28.5)	(27.1)	(32.9)	(23.3)	(8.5)	(22.3)	12.6	(28.1)	7.3
영업이익	47	(54)	(38)	(244)	238	606	12	176	782	366	(290)	1,033	1,302
(QoQ, %)	흑전	적전	적지	적지	흑전	154.6	(98.0)	1321.6					
(YoY, %)	(85.6)	적전	적전	적지	407.3	흑전	흑전	흑전	(53.9)	(53.2)	적전	흑전	26.1
정유	(53)	(153)	(186)	(338)	119	461	(171)	48	(372)	(351)	(730)	456	761
(QoQ, %)	적지	적지	적지	적지	흑전	287.3	적전	흑전					
(YoY, %)	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	66.7
석유화학	47	27	80	28	46	66	88	50	827	563	182	250	227
(QoQ, %)	(60.3)	(43.2)	201.5	(64.7)	62.9	42.7	33.7	(42.8)					
(YoY, %)	(74.2)	(75.7)	(47.8)	(76.0)	(1.5)	147.4	9.7	77.8	85.2	(32.0)	(67.7)	37.6	(9.3)
윤활기유	53	72	68	65	73	80	96	78	330	154	258	327	314
(QoQ, %)	5.2	37.6	(6.8)	(3.4)	12.0	9.0	20.1	(18.0)					
(YoY, %)	270.4	46.3	67.9	30.4	38.8	9.9	41.6	20.3	(53.8)	(53.4)	67.4	26.7	(3.7)
영업이익률(%)	0.6	(0.7)	(0.5)	(3.9)	5.4	11.8	0.3	4.1	2.3	1.2	(1.0)	5.6	5.9
정유	(0.8)	(2.6)	(3.2)	(6.7)	3.4	11.4	(4.9)	1.4	(1.3)	(1.4)	(3.2)	3.2	4.3
석유화학	5.2	2.9	8.5	3.7	8.7	9.3	14.4	8.5	19.3	14.4	5.2	10.2	7.4
윤활기유	9.9	14.1	13.8	14.8	19.3	21.3	29.0	23.2	14.7	8.8	13.1	23.0	20.7
[기본 전제]													
Dubai유가 평균	105	106	101	74	52	60	51	55	109	105	97	55	60
[정유제품 마진]													
휘발유-Dubai유	14	16	13	13	15	22	20	20	14	14	14	19	20
등유-Dubai유	17	14	14	18	17	14	11	15	18	18	16	14	14
경유-Dubai유	18	16	14	16	16	15	11	15	19	18	16	14	14
BC유-Dubai유	(12)	(14)	(12)	(8)	(4)	(5)	(9)	(8)	(7)	(11)	(11)	(7)	(7)
나프타-Dubai유	(1)	(1)	(2)	(6)	1	1	(1)	(1)	(5)	(4)	(2)	(0)	(2)
[화학제품 마진]													
PX-나프타(1M)	316	295	388	244	311	353	300	314	557	556	305	320	325
[윤활기유 마진]													
윤활기유-BC유(1M)	379	404	417	475	305	198	308	308	369	309	419	280	316

자료: IBK투자증권

표 2. S-Oil 추정치 변경내역

(십억원)	이전 추정치			신규 추정치			차이(%)		
	4Q15F	2015F	2016F	4Q15F	2015F	2016F	3Q15F	2015F	2016F
매출액	4,276	17,736	22,042	4,346	18,289	22,165	2	3	1
영업이익	173	1,070	1,315	176	1,033	1,302	2	(3)	(1)
(지배주주)순이익		701	945		669	931		(5)	(1)
EBITDA		1,389	1,660		1,352	1,647		(3)	(1)
EPS		6,010	8,107		5,740	7,986		(4)	(1)
[기본 가정]									
Dubai유가	51	55	60	51	55	60	(11)	(5)	(8)
휘발유-Dubai유	20	19	20	20	19	20	0	0	0
등유-Dubai유	11	14	14	11	14	14	(8)	(7)	(13)
경유-Dubai유	11	14	14	11	14	14	(8)	(7)	(13)
BC유-Dubai유	(9)	(7)	(7)	(9)	(7)	(7)	50	17	17
나프타-Dubai유	(1)	0	(2)	(1)	0	(2)	(50)	(100)	0
PX-나프타(1M)	300	320	325	300	320	325	(13)	(1)	(14)

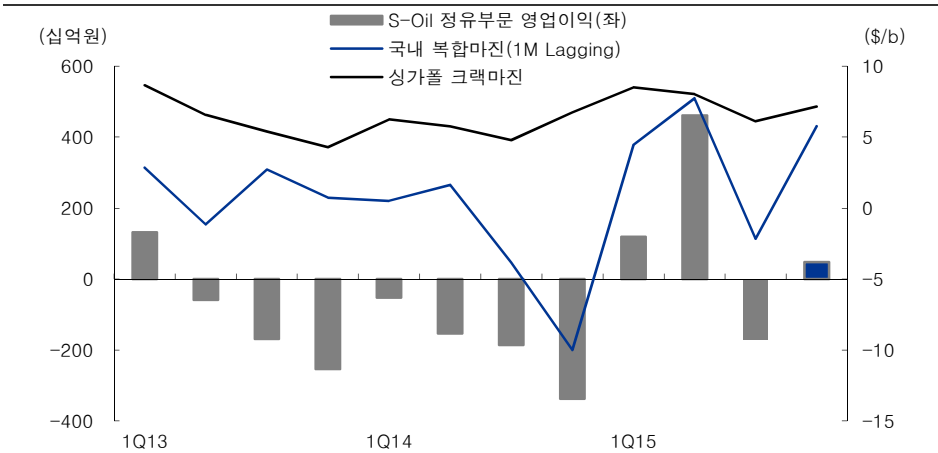
자료: IBK투자증권

표 3. S-Oil 목표주가 80,000원

(단위: 십억원, 천주, 배)	15F	16F	비고
EBITDA	1,352	1,647	
Target Multiple		7	정유/화학업종 평균 7배 적용
영업가치 (A)	9,462	11,527	
관계기업투자자산 (B)		88	2Q15 기준
순차입금 (C)		2,485	4Q14 기준
우선주시가총액 (D)		161	2Q15 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	6,904	8,970	
유통주식수 (F)		112,583	보통주 기준
목표주가 (G=E/F)	61,000	80,000	
(1) 목표주가 평균		70,000	
BPS	46,000	53,000	
Target P/B		1.8	
목표주가	84,000	95,000	
(2) 목표주가 평균		90,000	
최종 목표주가		80,000	
현재주가		69,500	
Upside (%)		15	

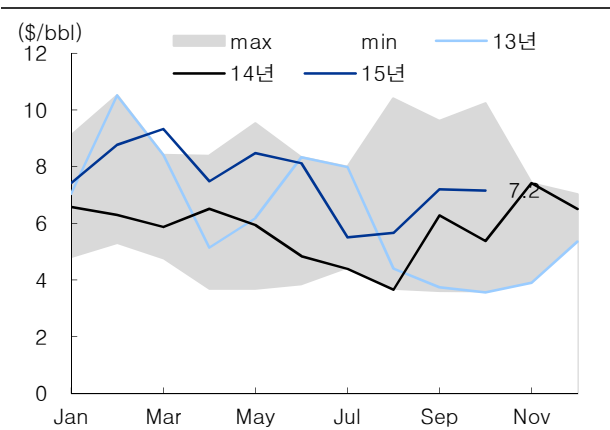
자료: IBK투자증권

그림 1. 국내 복합정제마진과 S-Oil 정유부문 영업이익 추이



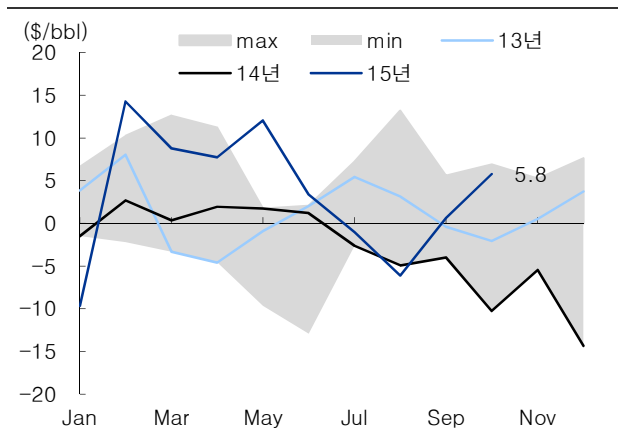
자료: IBK투자증권

그림 2. 싱가포르 크랙마진



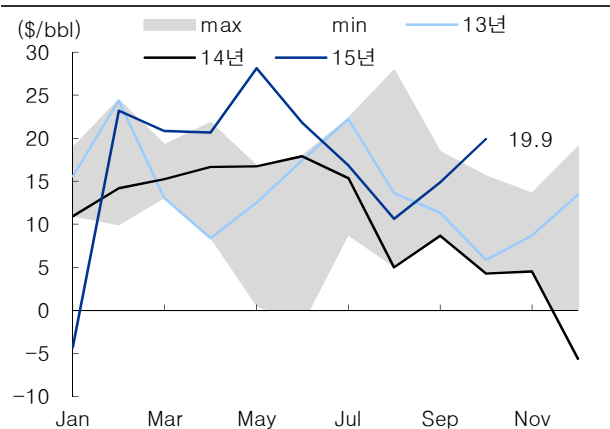
자료: 페트로넷, IBK투자증권

그림 3. 국내 복합마진 (1개월 시차 적용)



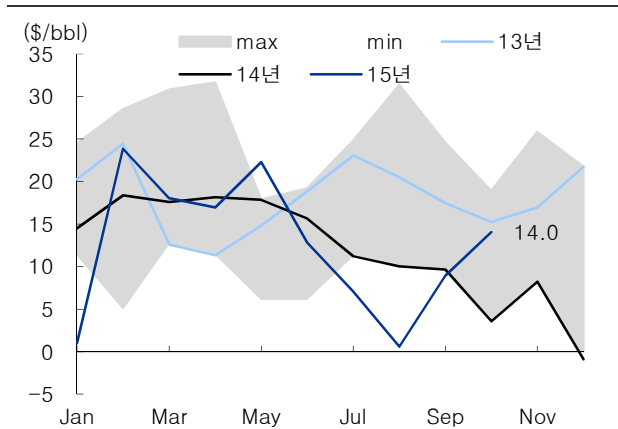
자료: 페트로넷, IBK투자증권

그림 4. '휘발유 - Dubai유' 마진 (1개월 시차 적용)



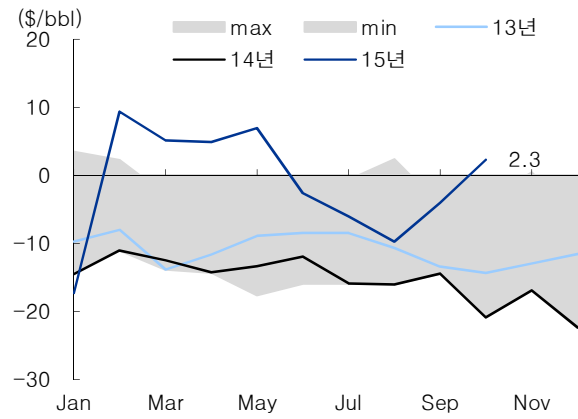
자료: 페트로넷, IBK투자증권

그림 5. '경유 - Dubai유' 마진 (1개월 시차 적용)



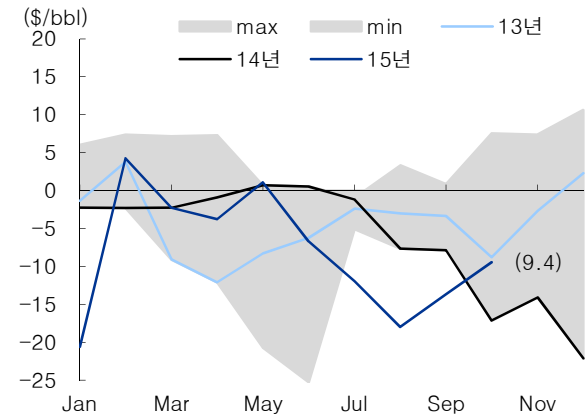
자료: 페트로넷, IBK투자증권

그림 6. '나프타 - Dubai유' 마진 (1개월 시차 적용)



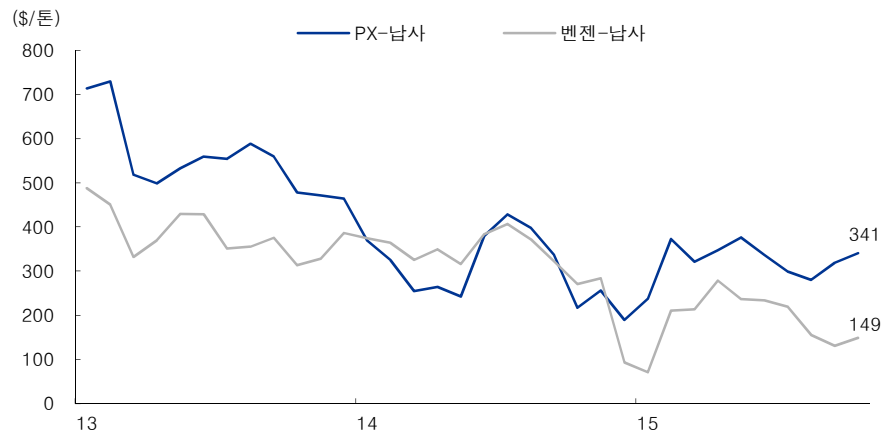
자료: 페트로넷, IBK투자증권

그림 7. 'BC유 - Dubai유' 마진 (1개월 시차 적용)



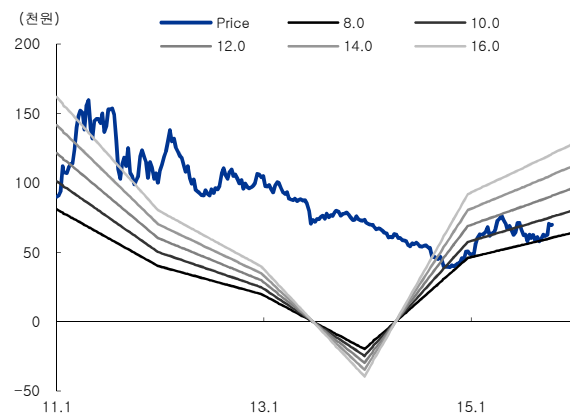
자료: 페트로넷, IBK투자증권

그림 8. 화학제품 스프레드 추이



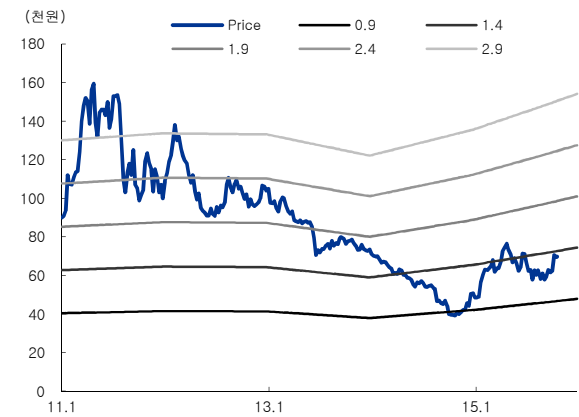
자료: 시스켈, IBK투자증권

그림 9. P/E 밴드 추이



자료: IBK투자증권

그림 10. P/B 밴드 추이



자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	31,159	28,558	18,289	22,165	23,829
증가율(%)	-10.3	-8.3	-36.0	21.2	7.5
매출원가	30,229	28,282	16,789	20,397	21,900
매출총이익	929	275	1,500	1,768	1,929
매출총이익률(%)	3.0	1.0	8.2	8.0	8.1
판매비	563	565	467	465	500
판매비율(%)	1.8	2.0	2.6	2.1	2.1
영업이익	366	-290	1,033	1,302	1,428
증가율(%)	-53.2	적전	흑전	26.1	9.7
영업이익률(%)	1.2	-1.0	5.6	5.9	6.0
순금융손익	41	-109	-86	-79	-96
이자손익	-17	-14	-35	-50	-68
기타	58	-95	-51	-28	-28
기타영업외손익	-27	7	-80	-14	-14
종속/관계기업손익	7	6	10	10	10
세전이익	387	-386	877	1,220	1,328
법인세	98	-98	207	288	314
법인세율	25.2	25.3	23.6	23.6	23.6
계속사업이익	290	-288	669	931	1,014
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	290	-288	669	931	1,014
증가율(%)	-50.5	적전	흑전	39.1	8.9
당기순이익률(%)	0.9	-1.0	3.7	4.2	4.3
지배주주당기순이익	290	-288	669	931	1,014
기타포괄이익	-3	-37	0	0	0
총포괄이익	287	-325	669	931	1,014
EBITDA	734	50	1,352	1,647	1,746
증가율(%)	-37.4	-93.2	2,603.4	21.8	6.0
EBITDA마진율(%)	2.4	0.2	7.4	7.4	7.3

투자지표

(12월 결산)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	2,484	-2,468	5,740	7,986	8,697
BPS	45,916	42,100	46,740	53,127	61,073
DPS	1,330	150	1,350	500	500
밸류에이션(배)					
PER	29.8	-19.6	12.2	8.7	8.0
PBR	1.6	1.1	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	14.7	161.2	8.2	7.7	7.8
성장성지표(%)					
매출증가율	-10.3	-8.3	-36.0	21.2	7.5
EPS증가율	-50.5	적전	흑전	39.1	8.9
수익성지표(%)					
배당수익률	1.8	0.3	1.9	0.7	0.7
ROE	5.4	-5.6	12.9	16.0	15.2
ROA	2.4	-2.6	6.1	7.1	6.4
ROIC	3.8	-3.9	8.5	9.8	8.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	122.7	108.9	112.1	135.3	138.0
순차입금 비율(%)	42.3	50.6	56.3	74.2	78.1
이자보상배율(배)	6.8	-6.8	18.1	16.7	14.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	14.0	15.5	13.8	17.8	16.8
재고자산회전율	7.2	8.6	7.7	8.5	8.0
총자산회전율	2.6	2.6	1.7	1.7	1.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	7,913	5,708	4,797	6,075	6,729
현금및현금성자산	585	712	523	698	949
유가증권	356	441	435	443	477
매출채권	2,160	1,524	1,126	1,365	1,467
재고자산	4,238	2,415	2,334	2,881	3,098
비유동자산	4,008	4,548	6,760	8,503	10,223
유형자산	3,760	4,322	6,471	8,133	9,822
무형자산	47	50	45	45	45
투자자산	175	148	170	214	236
자산총계	11,921	10,256	11,558	14,578	16,952
유동부채	5,885	3,955	4,626	5,868	6,301
매입채무및기타채무	2,329	841	1,178	1,773	1,906
단기차입금	2,533	2,319	2,608	3,325	3,574
유동성장기부채	154	5	105	105	105
비유동부채	682	1,392	1,481	2,514	3,530
사채	499	1,223	1,223	2,023	2,823
장기차입금	21	91	88	288	488
부채총계	6,567	5,347	6,108	8,383	9,831
지배주주지분	5,354	4,909	5,450	6,195	7,121
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	50	26	26	26	26
이익잉여금	3,683	3,262	3,803	4,548	5,475
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,354	4,909	5,450	6,195	7,121
비이자부채	3,360	1,709	2,083	2,642	2,840
총차입금	3,206	3,638	4,024	5,741	6,991
순차입금	2,266	2,485	3,067	4,599	5,565

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	793	879	2,318	1,125	1,182
당기순이익	290	-288	669	931	1,014
비현금성 비용 및 수익	441	403	671	427	418
유형자산감가상각비	361	332	312	338	311
무형자산상각비	7	8	6	7	7
운전자본변동	293	828	994	-183	-182
매출채권등의 감소	127	633	412	-239	-102
재고자산의 감소	164	1,764	144	-548	-216
매입채무등의 증가	-118	-1,485	322	595	133
기타 영업현금흐름	-231	-63	-16	-50	-68
투자활동 현금흐름	-96	-964	-2,948	-2,398	-2,130
유형자산의 증가(CAPEX)	-446	-912	-2,476	-2,000	-2,000
유형자산의 감소	1	1	2	0	0
무형자산의 감소(증가)	-6	-1	0	-7	-7
투자자산의 감소(증가)	366	-55	-1,138	-34	-13
기타	-10	3	665	-357	-110
재무활동 현금흐름	-547	212	-12	1,448	1,199
차입금의 증가(감소)	-239	332	-677	200	200
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-309	-120	665	1,248	999
기타 및 조정	0	0	452	0	0
현금의 증가	150	127	-189	176	251
기초현금	434	585	712	523	698
기말현금	585	712	523	698	949