

## S-Oil(010950/KS)

## 주가와는 다른 실적의 방향성

매수(유지)

T.P 85,000 원(유지)

## Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

## Company Data

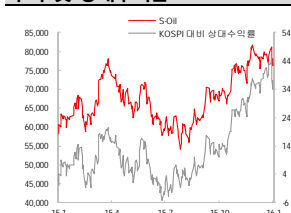
자본금	2,915 억원
발행주식수	11,660 만주
자사주	18 만주
액면가	2,500 원
시가총액	88,040 억원
주요주주	
Aramco (외8)	63.47%

외국인지분률	78.80%
배당수익률	

## Stock Data

주가(16/01/30)	78,200 원
KOSPI	1912.06 pt
52주 Beta	1.40
52주 최고가	81,800 원
52주 최저가	54,200 원
60일 평균 거래대금	222 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.9%	1.9%
6개월	30.6%	39.1%
12개월	34.4%	37.1%

4 분기 영업이익 170 억원은 추정치를 90.4% 하회하는 earning shock 이었음. 유가하락에 따른 재고평가 손실과 정기보수 진행에 따른 비용 영향이었음. 1 분기 영업이익은 1,769 억원으로 추정되어 QoQ 로는 개선되지만 YoY 로는 악세 예상함. 정유에게 있어서 최대 변수는 정제마진보다 유가임. 실제 3Q/4Q 유가급락으로 실적은 earning shock 이었고 1Q 도 부담으로 작용함. 실적과 달랐던 주가 방향성은 단기 부담요인이 될 수 있음.

## 4Q15 영업이익 170 억원(QoQ +5.6% / YoY 흑전)

SK 증권 리서치센터의 추정치 1,772 억원 대비 -90.4% 하회하는 earning shock 이었음. 가장 큰 원인은 정유사업부의 실적 부진에 있음. 첫 번째로는 무엇보다 4 분기 중 유가가 급락(3Q 말 Dubai \$44.3/bbl → 4Q 말 \$32.2/bbl)하면서 재고평가손실(전사 기준 약 2,500 억원)이 필연적으로 발생하였고, 두 번째로는 대규모 정기보수가 진행되면서 비용이 발생(운할유 포함 800 억원)하였기 때문임. 이로 인하여 정유사업부의 4 분기 영업이익은 -1,379 억원으로서 2 개 분기 연속 적자였음.

## 1Q16 영업이익 1,769 억원(QoQ +942.2% / YoY -25.7%) 추정

1 분기 영업이익은 1 회성 비용이 소멸되는 전분기 대비로는 확대되었지만, 전년동기 대비로는 하락한 실적이 불가피할 것으로 판단함. 유가 방향성은 여전히 우호적이지 않음. 최근 OPEC 내지는 러시아의 감산 기대감으로 1/29 기준 \$28.4/bbl 까지 반등하였지만, 감산 가능성이 높지 않기 때문에 재차 하락할 가능성이 농후함. 1/21 에는 \$22.8/bbl 까지 하락했음을 감안해야 함. 또한 납사의 강세로 높게 유지되고 있는 정제마진 또한 현 수준이 유지된다고 기대하기 쉽지 않음. 최근 아시아 에틸렌 하락세에 의해서 납사가 이미 고점 이후 하락세를 나타내고 있고, 3 월 이후 아시아 정기보수가 다수 진행된다는 부담도 있음.

## 목표주가 85,000 원 / 투자 의견 매수 유지

이익추정치의 변동분이 크지 않은 만큼 목표주가와 투자 의견을 그대로 유지함. 최근까지 정유는 북미 정유업체 대비 수혜가 있고(dubai 의 급락), 정제마진 상승 기대감을 타고 강한 주가를 시현하였음. 그러나 유가 약세로 인해 결국 2분기 실적 고점 이후 3 분기와 4 분기 모두 사실상 earning shock 이었다는 것을 잊어서는 안 됨. 정유에게 있어서는 유가가 최대 변수고 1 분기 방향성도 우호적이지 못함. 따라서 단기적으로는 높은 주가 수준이 부담으로 작용할 수도 있음.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	31,158.5	28,557.6	17,890.3	13,611.8	12,632.2	11,759.0
yoy	%	(10.3)	(8.3)	(37.4)	(23.9)	(7.2)	(6.9)
영업이익	십억원	366.0	(289.7)	877.5	812.4	797.6	798.1
yoy	%	(53.2)	적전	흑전	(7.4)	(1.8)	0.1
EBITDA	십억원	733.9	50.0	1,145.5	1,063.3	1,048.5	1,049.0
세전이익	십억원	387.2	(385.5)	860.6	916.6	815.7	913.3
순이익(지배주주)	십억원	289.6	(287.8)	665.8	710.3	632.2	707.8
영업이익률%	%	1.2	(1.0)	4.9	6.0	6.3	6.8
EBITDA%	%	2.4	0.2	6.4	7.8	8.3	8.9
순이익률	%	0.9	(1.0)	3.7	5.2	5.0	6.0
EPS	원	2,526	(2,563)	5,908	6,303	5,609	6,281
PER	배	29.3	(18.9)	13.8	12.4	13.9	12.4
PBR	배	1.6	1.2	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	14.5	161.3	10.4	10.9	11.1	8.6
ROE	%	5.4	(5.6)	12.9	12.3	9.8	10.0
순차입금	십억원	2,116	2,488	2,486	2,626	2,668	2,325
부채비율	%	122.7	108.9	90.7	77.2	69.0	61.6

## 4Q15 실적 review

(단위: % 억원)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	6,267.7	4,373.8	5,142.5	4,426.7	3,947.3	(37.0)	(10.8)	4,113.6	(4.0)	6.3
영업이익	(244.0)	238.1	606.2	16.1	17.0	(107.0)	5.2	151.7	(88.8)	-3.1
세전이익	(360.3)	278.2	559.2	(57.9)	81.1	(122.5)	(240.1)	155.3	(47.8)	-3.8
지배순이익	(272.2)	211.3	428.8	(44.0)	69.8	(125.6)	(258.5)	108.0	(35.4)	-3.8
영업이익률	(3.9)	5.4	11.8	0.4	0.4	4.3	0.1	3.7	(3.3)	-0.7
세전이익률	(5.7)	6.4	10.9	(1.3)	2.1	7.8	3.4	3.8	(1.7)	-0.7
지배주주순이익률	(4.3)	4.8	8.3	(1.0)	1.8	6.1	2.8	2.6	(0.9)	-0.6

자료: SK 증권 Fnguide

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	17,890.4	13,441.6	12,749.2	17,890.3	13,611.8	12,632.2	0.0%	1.3%	-0.9%
YoY %	-37.4%	-24.9%	-5.2%	-37.4%	-23.9%	-7.2%			
영업이익	1,037.6	796.5	762.2	877.5	812.4	797.6	-15.4%	2.0%	4.7%
YoY %	흑전	-23.2%	-4.3%	흑전	-7.4%	-1.8%			
EBITDA	1,305.7	1,047.3	1,013.0	1,145.5	1,063.3	1,048.5	-12.3%	1.5%	3.5%
YoY %	2511.4%	-19.8%	-3.3%	2191.0%	-7.2%	-1.4%			
순이익	729.8	694.5	697.1	665.8	710.3	632.2	-8.8%	2.3%	-9.3%
YoY %	흑전	-4.8%	0.4%	흑전	6.7%	-11.0%			

자료: LG 화학, SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E
매출액	3,947.5	3,255.3	3,357.3	3,457.5	3,947.3	3,520.1	3,325.6	3,425.7	0.0%	8.1%	-0.9%	-0.9%
YoY %	-37.0%	-25.6%	-34.7%	-21.9%	-37.0%	-19.5%	-35.3%	-22.6%				
QoQ %	-10.8%	-17.5%	3.1%	3.0%	-10.8%	-10.8%	-5.5%	3.0%				
영업이익	177.2	186.8	268.1	204.7	17.0	176.9	273.5	214.3	-90.4%	-5.3%	2.0%	4.7%
YoY %	흑전	-21.5%	-55.8%	1168.3%	흑전	-25.7%	-54.9%	1228.3%				
QoQ %	997.8%	5.5%	43.5%	-23.7%	5.2%	942.2%	54.6%	-21.6%				
EBITDA	239.9	249.5	330.8	267.4	79.7	239.6	336.2	277.1	-66.8%	-4.0%	1.6%	3.6%
YoY %	흑전	-17.0%	-51.8%	2391%	흑전	-20.3%	-51.0%	251.4%				
QoQ %	204.2%	4.0%	32.6%	-19.2%	1.1%	200.7%	40.3%	-17.6%				
순이익	133.7	148.8	225.0	182.0	69.8	162.9	247.0	184.2	-47.8%	9.5%	9.8%	1.2%
YoY %	흑전	-29.6%	-47.5%	흑전	흑전	-22.9%	-42.4%	흑전				
QoQ %	흑전	11.3%	51.2%	-19.1%	흑전	133.6%	51.6%	-25.4%				

자료: LG 화학, SK 증권

## ROE &amp; PBR Valuation: Target price calculation

항목			2014	3Q16E	3Q17E	3Q18E	3Q19E
ROE(지배주주지분)	10.7%	ROE(지배주주지분)	-5.6%	11.7%	9.5%	9.6%	8.5%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	10.7%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.58						
4Q15E BPS(지배주주지분)	53,175						
Target Price	83,905						

자료: LG 화학, SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2014	3Q16E	3Q17E	3Q18E	3Q19E
EPS(지배주주지분)	(2,563)	6,303	5,609	6,281	6,035
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,133				
1Q16E EPS	6,303				
1Q17E EPS	5,609				

Multiple	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5	15.0	15.5
TP by weighted EPS	67,467	70,533	73,600	76,667	79,733	82,800	85,867	88,933	92,000	95,067
TP by 4Q15E EPS	69,338	72,490	75,641	78,793	81,945	85,097	88,248	91,400	94,552	97,704
TP by 4Q16E EPS	61,701	64,506	67,310	70,115	72,919	75,724	78,529	81,333	84,138	86,942

자료: LG 화학, SK 증권

## 투자의견변경

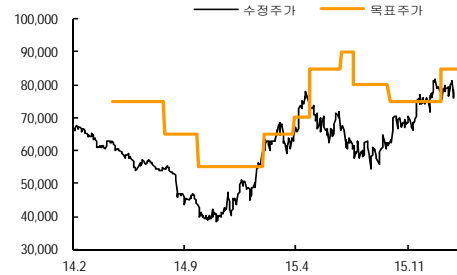
## 일시

## 투자의견

## 목표주가

2016.01.30	매수	85,000원
2016.01.05	매수	85,000원
2015.10.25	매수	75,000원
2015.09.30	매수	75,000원
2015.07.23	매수	80,000원
2015.06.29	매수	90,000원
2015.04.29	매수	85,000원
2015.03.29	매수	70,000원
2015.02.01	매수	65,000원
2015.01.06	매수	55,000원
2014.11.02	매수	55,000원
2014.09.29	매수	55,000원
2014.07.27	매수	65,000원

(원)



## Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 1월 30일 기준)

매수	94.7%	중립	5.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	5,708	5,510	4,892	4,673	4,830
현금및현금성자산	712	813	673	631	974
매출채권및기타채권	2,090	1,226	1,037	968	894
재고자산	2,415	1,833	1,551	1,447	1,337
<b>비유동자산</b>	4,548	4,844	5,954	6,714	7,169
장기금융자산	117	54	54	54	54
유형자산	4,322	4,626	5,737	6,496	6,951
무형자산	50	45	45	45	45
<b>자산총계</b>	10,256	10,354	10,846	11,387	11,999
<b>유동부채</b>	3,955	3,416	3,216	3,142	3,064
단기금융부채	2,325	2,001	2,001	2,001	2,001
매입채무 및 기타채무	1,479	1,303	1,102	1,028	950
단기충당부채	5	8	8	8	8
<b>비유동부채</b>	1,392	1,508	1,508	1,508	1,508
장기금융부채	1,313	1,310	1,310	1,310	1,310
장기매입채무 및 기타채무	0	21	21	21	21
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	5,347	4,924	4,724	4,650	4,572
<b>지배주주지분</b>	4,909	5,429	6,122	6,737	7,427
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	3,262	3,782	4,475	5,090	5,780
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	4,909	5,429	6,122	6,737	7,427
<b>부채외자본총계</b>	10,256	10,354	10,846	11,387	11,999

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	879	2,353	1,209	961	1,041
당기순이익(손실)	(288)	666	710	632	708
비현금성항목등	403	487	229	229	229
유형자산감가상각비	340	268	251	251	251
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(63)	(219)	22	22	22
운전자본감소(증가)	828	1,304	270	100	105
매출채권및기타채권의 감소(증가)	638	303	188	70	73
재고자산감소(증가)	1,822	583	282	104	110
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,488)	462	(200)	(74)	(78)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	170	(56)	(56)	(56)
<b>투자활동현금흐름</b>	(964)	(1,677)	(1,361)	(1,011)	(706)
금융자산감소(증가)	(55)	(1,133)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(911)	(557)	(1,361)	(1,011)	(706)
무형자산감소(증가)	(1)	(0)	0	0	0
기타	3	13	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	212	(586)	(18)	(18)	(18)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	332	(440)	0	0	0
자본의증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금의 지급	120	146	18	18	18
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	127	102	(140)	(42)	343
기초현금	585	712	813	673	631
기말현금	712	813	673	631	974
FCF	(98)	1,621	(203)	(39)	272

자료 : S-Oil, SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	28,558	17,890	13,612	12,632	11,759
<b>매출원가</b>	28,282	16,433	12,331	11,400	10,556
<b>매출총이익</b>	275	1,457	1,281	1,232	1,203
매출총이익률 (%)	1.0	8.1	9.4	9.8	10.2
<b>판매비와관리비</b>	565	580	468	435	405
영업이익	(290)	877	812	798	798
영업이익률 (%)	(1.0)	4.9	6.0	6.3	6.8
비영업손익	(96)	(17)	104	18	115
<b>순금융비용</b>	81	273	480	394	492
외환관련손익	(118)	0	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	6	10	26	26	26
세전계속사업이익	(386)	861	917	816	913
세전계속사업이익률 (%)	(1.4)	4.8	6.7	6.5	7.8
계속사업법인세	(98)	195	206	184	205
<b>계속사업이익</b>	(288)	666	710	632	708
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(288)	666	710	632	708
<b>순이익률 (%)</b>	(1.0)	3.7	5.2	5.0	6.0
지배주주	(288)	666	710	632	708
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	(1.0)	3.7	5.2	5.0	6.0
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	(325)	666	710	632	708
지배주주	(325)	666	710	632	708
비지배주주					
EBITDA	50	1,145	1,063	1,048	1,049

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	(8.3)	(37.4)	(23.9)	(7.2)	(6.9)
영업이익	적전	흑전	(7.4)	(1.8)	0.1
세전계속사업이익	적전	흑전	6.5	(11.0)	12.0
EBITDA	(93.2)	2,191.0	(7.2)	(1.4)	0.0
EPS(계속사업)	적전	흑전	6.7	(11.0)	12.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	(5.6)	12.9	12.3	9.8	10.0
ROA	(2.6)	6.5	6.7	5.7	6.1
EBITDA마진	0.2	6.4	7.8	8.3	8.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	144.3	161.3	152.1	148.7	157.7
부채비율	108.9	90.7	77.2	69.0	61.6
순차입금/자기자본	50.7	45.8	42.9	39.6	31.3
EBITDA/이자비용(배)	(1.0)	7.4	(0.0)	(0.0)	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	(2,563)	5,908	6,303	5,609	6,281
BPS	41,893	47,234	53,175	58,446	64,365
CFPS	1,058	8,066	7,551	7,453	7,456
주당 현금배당금	150	150	150	150	150
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	(18.9)	13.8	12.4	13.9	12.4
PER(최저)					
PBR(최고)	1.2	1.7	1.5	1.3	1.2
PBR(최저)					
PCR	45.7	10.1	10.4	10.5	10.5
EV/EBITDA(최고)	161.3	10.4	10.9	11.1	8.6
EV/EBITDA(최저)	6.8	5.9	10.7	5.1	2.6