

S-Oil(010950/KS)

1Q16 review: 시장이 바라보는건 2 분기 실적

매수(유지)

T.P 100,000 원(유지)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	2915 억원
발행주식수	11,660 만주
자사주	18 만주
액면가	2,500 원
시가총액	99,974 억원
주요주주	
Aramco(외8)	63.46%

외국인지분률	78.70%
배당수익률	1.50%

Stock Data

주가(16/04/21)	88,800 원
KOSPI	2005.83 pt
52주 Beta	1.55
52주 최고가	98,100 원
52주 최저가	54,200 원
60일 평균 거래대금	278 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.1%	-1.8%
6개월	31.6%	33.8%
12개월	15.8%	23.9%

1Q OP 4,914 억원은 SK 증권 추정치를 -3.0% 하회하는, 사실상 기대에 부합하는 실적이었다. 정유 사업부 뿐만 아니라 PX의 화학과 윤활유 사업부 모두 실적호조를 보였음. 분기 영업이익률 14.3%는 12년 만에 최대치였음. 다만 2 분기는 정유사업부가 정제마진 약세와 유가 추가상승 부담으로 인해 감익이 불가피하다고 판단함. 따라서 전체 영업이익도 감익추세로 추정. 호실적 불구 2 분기 시황에 대한 부담은 추가상승여력 제한할 것.

1Q16 영업이익 4,914 억원(QoQ 흑전 / YoY +106.3%)

SK 증권 리서치센터 추정치 5,068 억원을 -3.0% 하회하는, 사실상 예상치에 부합하는 실적이었다. 컨센서스 4,397 억원 대비로는 11.8% 상회하였음. 전반적인 사업부의 실적이 호조였는데, 정유 사업부는 정제마진 약세가 있었지만 2 월 중순 이후 발생한 유가 상승에 기반한 lagging margin 강세로서 양호했고, 석유화학 또한 시황 강세로 인해 대표 제품인 PX의 spread가 빠르게 개선되었으며, 윤활유도 역시 저가 원재료 투입 대비 spread 확대효과가 발생하였음. 특히 윤활유 사업부의 1,275 억원 영업이익은 2012년 이후 분기 최대 실적이었다. 한편 전체 실적의 분기 영업이익률 14.3%는 2004년 4분기(14.5%) 이후 약 12년 만에 최대치에 해당함.

2Q16 영업이익 2,984 억원(QoQ -39.3% / YoY -50.8%) 추정

2 분기 영업이익은 전분기대비 하락이 불가피할 것으로 예상됨. 일단 성수기에 진입하는 화학과 spread 개선을 이룬 윤활유의 실적강세는 이어질 가능성이 높음. 그렇지만 현 시점에서 정유 사업부의 감익은 불가피해 보임. 첫 번째는 정제마진의 급락임. SK 증권 리서치센터는 장기 저유가의 전망에 기반하여 정제마진도 fundamentally는 저유가에 수렴하여 빠질 수 밖에 없음을 주장했는데, 복합정제마진 추정치는 지난 해 하반기 한 때 \$10/bbl을 상회했지만 현재 \$5/bbl 수준까지 급락하였음. 두 번째는 최근 \$40/bbl까지 반등한 유가 역시 추가 상승을 기대하기 어렵다는 부분임.

목표주가 100,000 원 / 투자의견 매수 유지

추정치 변동폭이 적은 만큼 목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 1 분기 실적 강세에 따른 긍정적인 sentiment가 기대되지만, 시장은 이미 2 분기 실적을 바라보고 있음을 유의해야 함. 전체적인 높은 마진이 유지되는 만큼 투자매력은 잔존하지만, 유가와 정제마진의 upside가 낮음을 감안할 때 상승여력은 제한적일 것으로 판단함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	31,158.5	28,557.6	17,890.3	13,077.3	11,908.3	11,258.1
yoy	%	(10.3)	(8.3)	(37.4)	(26.9)	(8.9)	(5.5)
영업이익	십억원	366.0	(289.7)	817.6	1,236.3	941.1	879.4
yoy	%	(53.2)	적전	흑전	51.2	(23.9)	(6.6)
EBITDA	십억원	733.9	50.0	1,090.8	1,507.8	1,212.6	1,150.8
세전이익	십억원	387.2	(385.5)	812.7	1,340.8	980.2	927.7
순이익(지배주주)	십억원	289.6	(287.8)	631.3	1,039.1	759.7	719.0
영업이익률%	%	1.2	(1.0)	4.6	9.5	7.9	7.8
EBITDA%	%	2.4	0.2	6.1	11.5	10.2	10.2
순이익률	%	0.9	(1.0)	3.5	7.9	6.4	6.4
EPS	원	2,526	(2,563)	5,602	9,224	6,742	6,380
PER	배	29.3	(18.9)	14.2	9.8	13.4	14.1
PBR	배	1.6	1.2	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	14.5	161.3	9.2	7.8	10.3	9.0
ROE	%	5.4	(5.6)	12.3	17.6	11.2	9.6
순차입금	십억원	2,116	2,488	903	1,340	2,065	1,540
부채비율	%	122.7	108.9	100.3	93.3	83.2	74.4

1Q16 실적 review

(단위: % 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	4,373.8	5,142.5	4,426.7	3,947.3	3,428.4	(21.6)	(13.1)	3,376.2	1.5	(6.5)
영업이익	238.1	606.2	16.1	(42.9)	491.4	106.4	(1,246.1)	439.7	11.8	(13.3)
세전이익	278.2	559.2	(57.9)	33.2	569.8	104.8	1,615.8	402.8	41.5	(15.2)
지배순이익	211.3	428.8	(44.0)	35.3	441.6	109.0	1,151.7	299.5	47.5	(14.9)
영업이익률	5.4	11.8	0.4	(1.1)	14.3	8.9	15.4	13.0	1.3	(0.7)
세전이익률	6.4	10.9	(1.3)	0.8	16.6	10.3	15.8	11.9	4.7	(0.9)
지배주주순이익률	4.8	8.3	(1.0)	0.9	12.9	8.1	12.0	8.9	4.0	(0.7)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	11.0%	ROE(지배주주지분)	12.3%	12.3%	9.5%	9.5%	9.0%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	11.0%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.64						
1Q17E BPS(지배주주지분)	57,575						
Target Price	94,195						

자료: S-OIL, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
EPS(지배주주지분)	5,602	7,095	6,093	6,711	6,931
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,801				
1Q17E EPS	7,095				
1Q18E EPS	6,093				

Multiple	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5	15.0	15.5	16.0	16.5
TP by weighted EPS	81,615	85,016	88,416	91,817	95,217	98,618	102,019	105,419	108,820	112,220
TP by 4Q16E EPS	85,137	88,684	92,231	95,779	99,326	102,873	106,421	109,968	113,516	117,063
TP by 4Q17E EPS	73,119	76,166	79,213	82,259	85,306	88,353	91,399	94,446	97,493	100,539

자료: S-OIL, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	17,876.5	12,513.2	11,304.7	17,890.3	13,077.3	11,908.3	0.1%	4.5%	5.3%
YoY, %	-37.4%	-30.0%	-9.7%	-37.4%	-26.9%	-8.9%			
영업이익	878.8	1,265.3	901.2	817.6	1,236.3	941.1	-7.0%	-2.3%	4.4%
YoY, %	흑전	44.0%	-28.8%	흑전	51.2%	-23.9%			
EBITDA	1,146.9	1,516.2	1,152.1	1,090.8	1,507.8	1,212.6	-4.9%	-0.6%	5.3%
YoY, %	2193.8%	32.2%	-24.0%	2081.6%	38.2%	-19.6%			
순이익	668.7	1,055.9	677.1	631.3	1,039.1	759.7	-5.6%	-1.6%	12.2%
YoY, %	흑전	57.9%	-35.9%	흑전	64.6%	-26.9%			

자료: S-OIL, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

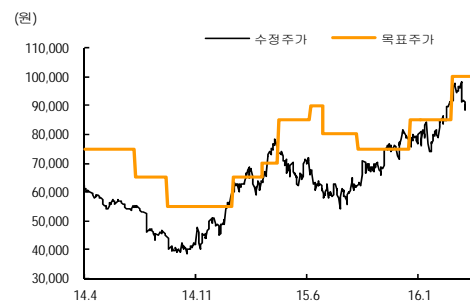
	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	3,212.6	3,260.6	3,098.5	2,941.4	3,428.4	3,288.5	3,264.5	3,095.9	6.7%	0.9%	5.4%	5.3%
YoY, %	-26.5%	-36.6%	-30.0%	-25.2%	-21.6%	-36.1%	-26.3%	-21.6%				
QoQ, %	-18.3%	1.5%	-5.0%	-5.1%	-13.1%	-4.1%	-0.7%	-5.2%				
영업이익	506.8	363.0	252.7	142.9	491.4	298.4	279.7	166.8	-3.0%	-17.8%	10.7%	16.7%
YoY, %	112.8%	-40.1%	1465.8%	678.1%	106.4%	-50.8%	1633.5%	흑전				
QoQ, %	2659.7%	-28.4%	-30.4%	-43.4%	흑전	-39.3%	-6.2%	-40.4%				
EBITDA	569.5	425.7	315.4	205.6	559.3	366.2	347.6	234.7	-1.8%	-14.0%	10.2%	14.1%
YoY, %	89.3%	-38.0%	300.0%	153.6%	86.0%	-46.6%	340.8%	838.9%				
QoQ, %	602.4%	-25.2%	-25.9%	-34.8%	2137.6%	-34.5%	-5.1%	-32.5%				
순이익	437.6	308.8	208.0	101.5	441.6	250.9	224.8	121.8	0.9%	-18.7%	8.1%	20.0%
YoY, %	107.2%	-28.0%	흑전	39.8%	109.0%	-41.5%	흑전	245.2%				
QoQ, %	502.3%	-29.4%	-32.7%	-51.2%	1151.7%	-43.2%	-10.4%	-45.8%				

자료: S-OIL, SK 증권

투자의견변경

일시 투자의견 목표주가

2016.04.22	매수	100,000원
2016.03.27	매수	100,000원
2016.02.01	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



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 기관투자자 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 4월 22일 기준)

매수	96.6%	중립	3.4%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,708	5,690	5,612	4,818	5,120
현금및현금성자산	712	201	664	(61)	465
매출채권및기타채권	2,090	1,266	992	964	872
재고자산	2,415	1,599	1,353	1,314	1,190
비유동자산	4,548	5,106	6,783	8,286	8,577
장기금융자산	117	99	99	99	99
유형자산	4,322	4,731	6,408	7,911	8,202
무형자산	50	47	47	47	47
자산총계	10,256	10,796	12,395	13,103	13,697
유동부채	3,955	3,222	3,800	3,766	3,659
단기금융부채	2,325	1,599	2,499	2,499	2,499
매입채무 및 기타채무	1,479	1,494	1,172	1,139	1,031
단기충당부채	5	5	5	5	5
비유동부채	1,392	2,183	2,183	2,183	2,183
장기금융부채	1,313	2,007	2,007	2,007	2,007
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,347	5,406	5,983	5,950	5,842
지배주주지분	4,909	5,390	6,411	7,154	7,855
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	3,743	4,765	5,507	6,208
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,909	5,390	6,411	7,154	7,855
부채외자본총계	10,256	10,796	12,395	13,103	13,697

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	879	2,476	1,665	1,092	1,160
당기순이익(손실)	(288)	631	1,039	760	719
비현금성항목등	403	483	284	284	284
유형자산감가상각비	340	273	271	271	271
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(63)	(210)	(13)	(13)	(13)
운전자본감소(증가)	828	1,472	342	48	157
매출채권및기타채권의 감소(증가)	638	493	223	23	75
재고자산감소(증가)	1,822	817	246	38	125
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,488)	(251)	(127)	(13)	(43)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	181	(8)	(8)	(8)
투자활동현금흐름	(964)	(2,802)	(1,949)	(1,774)	(563)
금융자산감소(증가)	(55)	(2,052)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(911)	(651)	(1,949)	(1,774)	(563)
무형자산감소(증가)	(1)	(3)	0	0	0
기타	3	(96)	0	0	0
재무활동현금흐름	212	(184)	(18)	(18)	(18)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	332	(56)	0	0	0
자본의증가(감소)	1	3	0	0	0
배당금의 지급	120	128	18	18	18
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	127	(510)	463	(725)	525
기초현금	585	712	201	664	(61)
기말현금	712	201	664	(61)	465
FCF	(98)	1,842	(500)	(738)	506

자료 : S-Oil, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	28,558	17,890	13,077	11,908	11,258
매출원가	28,282	16,439	11,212	10,395	9,837
매출총이익	275	1,451	1,865	1,514	1,421
매출총이익률 (%)	1.0	8.1	14.3	12.7	12.6
판매비와관리비	565	634	629	573	541
영업이익	(290)	818	1,236	941	879
영업이익률 (%)	(1.0)	4.6	9.5	7.9	7.8
비영업손익	(96)	(5)	104	39	48
순금융비용	81	165	304	285	295
외환관련손익	(118)	(129)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	6	10	30	24	23
세전계속사업이익	(386)	813	1,341	980	928
세전계속사업이익률 (%)	(1.4)	4.5	10.3	8.2	8.2
계속사업법인세	(98)	181	302	221	209
계속사업이익	(288)	631	1,039	760	719
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(288)	631	1,039	760	719
순이익률 (%)	(1.0)	3.5	7.9	6.4	6.4
지배주주	(288)	631	1,039	760	719
지배주주귀속 순이익률(%)	(1.0)	3.5	7.9	6.4	6.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	(325)	609	1,039	760	719
지배주주	(325)	609	1,039	760	719
비지배주주					
EBITDA	50	1,091	1,508	1,213	1,151

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(8.3)	(37.4)	(26.9)	(8.9)	(5.5)
영업이익	적전	흑전	51.2	(23.9)	(6.6)
세전계속사업이익	적전	흑전	65.0	(26.9)	(5.4)
EBITDA	(93.2)	2,081.6	38.2	(19.6)	(5.1)
EPS(계속사업)	적전	흑전	64.7	(26.9)	(5.4)
수익성 (%)					
ROE	(5.6)	12.3	17.6	11.2	9.6
ROA	(2.6)	6.0	9.0	6.0	5.4
EBITDA마진	0.2	6.1	11.5	10.2	10.2
안정성 (%)					
유동비율	144.3	176.6	147.7	127.9	139.9
부채비율	108.9	100.3	93.3	83.2	74.4
순차입금/자기자본	50.7	16.8	20.9	28.9	19.6
EBITDA/이자비용(배)	(1.0)	18.8	0.1	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(2,563)	5,602	9,224	6,742	6,380
BPS	41,893	47,089	55,849	62,214	68,229
CFPS	1,058	7,790	10,545	8,583	8,173
주당 현금배당금	150	150	150	150	150
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(18.9)	14.2	9.8	13.4	14.1
PER(최저)					
PBR(최고)	1.2	1.7	1.6	1.4	1.3
PBR(최저)					
PCR	45.7	10.2	8.5	10.5	11.0
EV/EBITDA(최고)	161.3	9.2	7.8	10.3	9.0
EV/EBITDA(최저)	6.8	5.9	10.7	5.1	2.6