

S-Oil(010950/KS)

이 것이 정유의 유가 효과(2)

매수(유지)

T.P 100,000 원(유지)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

2Q OP는 6,068 억원으로 추정되어 컨센서스를 +30.2% 상회하는 earning surprise 일 것임. 정제마진 급락이 있었지만 정유에게는 원래 유가가 더 중요하기 때문에 이익 강세 나타났음. 종장기적으로는 up-turn 기조에 들어가는 BTX 기대치를 높일 시점인데, 다만 현재까지 좋아도 너무 좋았던 유가의 정유사업부가 하향 기조에 진입하는 것은 더 큰 부담이 될 수 있음

2Q16 preview: 영업이익 6,068 억원 추정

6/24 기준 컨센서스 4,662 억원을 +30.2% 상회하는 earning surprise 일 것으로 기대함. QoQ +23.4%, YoY +0.1%에 해당함. 2분기 중 정제마진은 급락했지만 유가반등/환율약세 효과로 인해 정유사업부가 호실적이 기대되고, 또한 BTX의 spread 가 호전되면서 화학이 이익기여를 높인 것 또한 호재였음

정유의 감익이냐, BTX의 증익이냐

본 보고서를 통해 분석한대로 BTX는 기조적 up-turn에 접어들 가능성이 높음. 다만 역사적으로 정유업체의 이익의 변동성은 정유사업부가 쥐고 있음. 현재 \$50/bbl 에 근접한 유가가 추가 상승을 못하거나, 혹은 하락하게 될 경우 BTX의 이익 수혜를 누리지 못할 가능성도 있음.

목표주가 100,000 원 / 투자의견 매수 유지

현 시점에서의 주가는 일단 단기 earning surprise에 대한 기대감이 상존함을 선반영해야 함. 다만 유가에 대한 부담감으로 지금까지 이익을 견인했던 정유가 약세로 돌아설 우려감도 있기 때문에 추가 상승여력 제한적일 수밖에 없음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	십억원	17,552	20,511	31,914	34,590	33,099	32,730
yoY	%	-24.0	16.9	55.6	8.4	-4.3	-1.1
영업이익	십억원	310	823	1,698	1,065	1,485	1,433
yoY	%	-77.8	165.7	106.2	-37.3	39.4	-3.5
EBITDA	십억원	489	1,099	2,073	1,163	1,862	1,809
세전이익	십억원	282	877	1,584	1,098	1,603	1,588
순이익(지배주주)	십억원	230	711	1,191	833	1,218	1,207
영업이익률%	%	1.8	4.0	5.3	3.1	4.5	4.4
EBITDA%	%	2.8	5.4	6.5	3.4	5.6	5.5
순이익률%	%	1.4	3.5	3.7	2.4	3.7	3.7
EPS	원	1,969	6,094	10,214	7,144	10,445	10,349
PER	배	27.4	15.2	9.8	14.6	7.1	4.7
PBR	배	1.6	2.4	2.2	2.2	1.3	0.7
EV/EBITDA	배	15.8	11.3	6.8	12.3	5.3	3.2
ROE	%	6.3	16.9	24.5	15.3	19.5	16.2
순차입금	십억원	1,409	1,715	2,576	2,308	1,272	98
부채비율	%	130.5	122.1	152.7	141.3	116.7	97.7

Stock Data

주가(16/06/26) 75,700 원

KOSPI 1925.24 pt

52주 Beta 1.61

52주 최고가 98,100 원

52주 최저가 54,200 원

60일 평균 거래대금 283 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.7%	-7.1%
6개월	-7.5%	-4.3%
12개월	7.1%	16.0%

	(단위: 십억원)								
	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	Y-Y	Q-Q	컨센서스	차이(a/b)
매출액	5,142.5	4,426.7	3,947.3	3,428.4	4,133.9	(19.6)	20.6	3,913.4	5.6
영업이익	606.2	16.1	(42.9)	491.8	606.8	0.1	23.4	466.2	30.2
세전이익	559.2	(57.9)	33.2	570.4	590.6	5.6	3.5	452.3	30.6
지배순이익	428.8	(44.0)	35.3	433.3	448.7	4.6	3.5	357.4	25.5
영업이익률	11.8	0.4	(1.1)	14.3	14.7	2.9	0.3	11.9	2.8
세전이익률	10.9	(1.3)	0.8	16.6	14.3	3.4	(2.4)	11.6	2.7
지배주주순이익률	8.3	(1.0)	0.9	12.6	10.9	2.5	(1.8)	9.1	1.7

자료 S-OIL, SK 증권

연간실적추정 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	17,890.3	13,077.3	11,908.3	17,890.3	14,321.1	11,597.5	0.0%	9.5%	-2.6%
YoY %	-37.4%	-26.9%	-8.9%	-37.4%	-20.0%	-19.0%			
영업이익	817.6	1,236.3	941.1	817.6	1,611.6	745.7	0.0%	30.4%	-20.8%
YoY %	흑전	51.2%	-23.9%	흑전	97.1%	-53.7%			
EBITDA	1,090.8	1,507.8	1,212.6	1,090.8	1,882.7	1,016.8	0.0%	24.9%	-16.1%
YoY %	2081.6%	38.2%	-19.6%	2081.6%	72.6%	-46.0%			
순이익	631.3	1,039.1	759.7	631.3	1,268.6	551.8	0.0%	22.1%	-27.4%
YoY %	흑전	64.6%	-26.9%	흑전	100.9%	-56.5%			

자료 S-OIL, SK 증권

분기실적추정 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E
매출액	3,288.5	3,264.5	3,095.9	3,008.9	4,133.9	3,545.2	3,213.6	2,937.9	25.7%	8.6%	3.8%	-2.4%
YoY %	-36.1%	-26.3%	-21.6%	-12.2%	-19.6%	-19.9%	-18.6%	-14.3%				
QoQ %	-4.1%	-0.7%	-5.2%	-2.8%	20.6%	-14.2%	-9.4%	-8.6%				
영업이익	298.4	279.7	166.8	181.7	606.8	288.7	224.3	152.8	103%	3.2%	34.5%	-15.9%
YoY %	-50.8%	1633%	흑전	-63.0%	0.1%	1688%	흑전	-68.9%				
QoQ %	-39.3%	-6.2%	-40.4%	8.9%	23.4%	-52.4%	-22.3%	-31.9%				
EBITDA	366.2	347.6	234.7	249.6	674.6	356.4	292.1	220.6	84.2%	2.5%	24.5%	-11.6%
YoY %	-46.6%	340.8%	838.9%	-55.4%	-1.7%	352.0%	1068%	-60.6%				
QoQ %	-34.5%	-5.1%	-32.5%	6.3%	20.6%	-47.2%	-18.1%	-24.5%				
순이익	250.9	224.8	121.8	201.3	448.7	222.3	164.4	114.9	78.8%	-1.1%	34.9%	-42.9%
YoY %	-41.5%	흑전	245.2%	-54.4%	4.6%	흑전	365.8%	-73.5%				
QoQ %	-43.2%	-10.4%	-45.8%	65.2%	3.5%	-50.5%	-26.1%	-30.1%				

자료 S-OIL, SK 증권

ROE & PBR Valuation

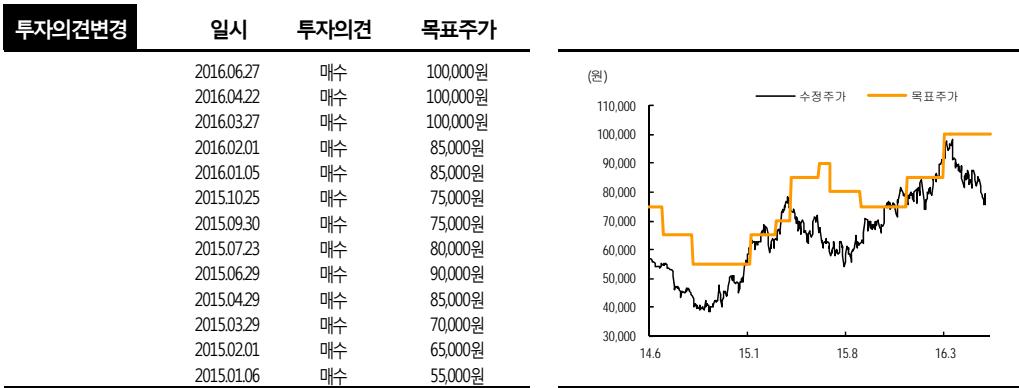
항목		2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
ROE(지배주주지분)	11.7%		ROE(지배주주지분)	12.3%	15.1%	9.0%
Terminal Growth	2.0%		weight	0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.5%		Target ROE	11.7%		
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.76					
1Q17E BPS(지배주주지분)	55,332					
Target Price	97,309					

자료: S-OIL, SK 증권

PER Valuation Sensitivity

	2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
EPS(지배주주지분)	5,602	8,439	5,277	5,449	4,422
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,807				
1Q17E EPS	8,439				
1Q18E EPS	5,277				
Multiple	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0
TP by weighted EPS	81,684	85,088	88,491	91,895	95,298
TP by 1Q17E EPS	101,273	105,493	109,713	113,933	118,152
TP by 1Q18E EPS	63,318	65,956	68,595	71,233	73,871
	98,702	102,105	105,509	108,912	112,316
	122,372	126,592	130,811	135,031	139,251
	76,509	79,148	81,786	84,424	87,062

자료: S-OIL, SK 증권



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 조사분석팀에서는 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 6월 27일 기준)

매수	96.13%		중립	3.87%		매도	0%
----	--------	--	----	-------	--	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,708	5,690	6,141	5,740	5,723
현금및현금성자산	712	201	481	319	461
매출채권및기타채권	2,090	1,266	1,152	1,053	986
재고자산	2,415	1,599	1,600	1,462	1,369
비유동자산	4,548	5,106	5,727	6,267	6,564
장기금융자산	117	99	50	50	50
유형자산	4,322	4,731	5,382	5,923	6,220
무형자산	50	47	47	47	47
자산총계	10,256	10,796	11,867	12,007	12,287
유동부채	3,955	3,222	3,438	3,306	3,217
단기금융부채	2,325	1,599	1,751	1,751	1,751
매입채무 및 기타채무	1,479	1,494	1,534	1,402	1,313
단기충당부채	5	5	6	6	6
비유동부채	1,392	2,183	2,202	2,202	2,202
장기금융부채	1,313	2,007	2,006	2,006	2,006
정기매입채무 및 기타채무	0	0	25	25	25
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,347	5,406	5,640	5,507	5,419
지배주주지분	4,909	5,390	6,228	6,500	6,868
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	4,581	4,853	5,221
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,909	5,390	6,228	6,500	6,868
부채와자본총계	10,256	10,796	11,867	12,007	12,287

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	879	2,476	2,048	1,511	1,572
당기순이익(손실)	(288)	631	1,269	552	648
비현금성항모등	403	483	654	854	854
유형자산감가상각비	340	273	271	271	271
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(63)	(210)	(383)	(583)	(583)
운전자본감소(증가)	828	1,472	140	105	70
매출채권및기타채권의감소증가	638	493	(117)	99	66
재고자산감소(증가)	1,822	817	(1)	138	92
매입채무 및 기타채무의증가(감소)	(1,488)	(251)	945	(132)	(89)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	181	548	548	548
투자활동현금흐름	(964)	(2,802)	(1,229)	(812)	(568)
금융자산감소(증가)	(55)	(2,052)	(364)	0	0
유형자산감소(증가)	(911)	(651)	(897)	(812)	(568)
무형자산감소(증가)	(1)	(3)	(2)	0	0
기타	3	(96)	32	0	0
재무활동현금흐름	212	(184)	(102)	(280)	(280)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	332	(56)	178	0	0
자본의증가(감소)	1	3	0	0	0
배당금의지급	120	128	280	280	280
기타	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	127	(510)	280	(162)	142
기초현금	585	712	201	481	319
기말현금	712	201	481	319	461
FCF	(98)	1,842	859	132	411

자료 : S-Oil, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
매출액	28,558	17,890	14,321	11,598	11,357	
매출원가	28,282	16,439	12,060	10,326	10,003	
매출총이익	275	1,451	2,261	1,272	1,354	
매출총이익률 (%)	1.0	8.1	15.8	11.0	11.9	
판매비와관리비	565	634	649	526	515	
영업이익	(290)	818	1,612	746	839	
영업이익률 (%)	(1.0)	4.6	11.3	6.4	7.4	
비영업손익	(96)	(5)	58	(19)	14	
순비용비용	81	165	173	167	200	
외환관련손익	(118)	(129)	0	0	0	
관계기업투자등 관련손익	6	10	7	4	4	
세전계속사업이익	(386)	813	1,670	726	853	
세전계속사업이익률 (%)	(1.4)	4.5	11.7	6.3	7.5	
계속사업법인세	(98)	181	401	175	205	
계속사업이익	(288)	631	1,269	552	648	
중단사업이익	0	0	0	0	0	
*법인세효과	0	0	0	0	0	
당기순이익	(288)	631	1,269	552	648	
순이익률 (%)	(1.0)	3.5	8.9	4.8	5.7	
지배주주	(288)	631	1,269	552	648	
지배주주기속 순이익률(%)	(1.0)	3.5	8.9	4.8	5.7	
비자매주주	0	0	0	0	0	
총포괄이익	(325)	609	1,269	552	648	
지배주주	(325)	609	1,269	552	648	
비자매주주	EBITDA	50	1,091	1,883	1,017	1,110

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(8.3)	(37.4)	(20.0)	(19.0)	(2.1)
영업이익	적전	후전	971	(53.7)	12.5
세전계속사업이익	적전	후전	105.5	(56.5)	17.4
EBITDA	(93.2)	2,081.6	72.6	(46.0)	9.2
EPS(계속사업)	적전	후전	101.1	(56.5)	17.4
수익성 (%)					
ROE	(5.6)	12.3	21.8	8.7	9.7
ROA	(2.6)	6.0	11.2	4.6	5.3
EBITDA마진	0.2	6.1	13.1	8.8	9.8
안정성 (%)					
유동비율	144.3	176.6	178.6	173.6	177.9
부채비율	108.9	100.3	90.6	84.7	78.9
순차입금/자기자본	50.7	16.8	52.5	52.8	47.9
EBITDA/이자비용(배)	(1.0)	18.8	0.4	(0.2)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(2,563)	5,602	11,262	4,896	5,746
BPS	41,893	47,089	54,347	56,683	59,840
CFPS	1,058	7,790	12,824	7,183	7,790
주당 현금배당금	150	150	150	150	150
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(18.9)	14.2	6.7	15.5	13.2
PER(최저)					
PBR(최고)	1.2	1.7	1.4	1.3	1.3
PBR(최저)					
PCR	45.7	102	5.9	10.5	9.7
EV/EBITDA(최고)	161.3	9.2	6.4	12.0	7.9
EV/EBITDA(최저)	152	6.8	5.9	10.7	51