

S-Oil (010950)

변곡점: EU의 디젤 가격 상한제 시행

2023.02.02

4Q22 Review

투자의견: **BUY** (유지)

목표주가: **133,000**원(유지)

현재주가: 88,100원(02/01)

시가총액: 9,919(십억원)

Analyst 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

4Q22 Review: 매출액 11 조원, 영업손실 1,575 억원(영업이익률 -1.5%)

매출액 11 조원(-5%qoq, +28%yoy), 영업손실 1,575 억원(적전 qoq, 적전 yoy), 당기순이익 2,313 억원(흑전 qoq, -20%yoy)으로 예상 수준의 실적 기록. 국제유가 하락으로 인한 정유 사업의 재고 평가손실 4 천억원 반영을 제외하면 특이사항이 없는 실적이라 평가. 원유, 환율 관련 헤지를 통한 파생상품이익 반영으로 순이익은 흑자 기록

1Q23 실적은 매출액 9.4조원(-11%qoq, +2%yoy), 영업이익 4,614 억원(흑전 qoq, -65%yoy) 전망. 전년동기 러시아, 우크라이나 전쟁 여파로 유가, 정제마진이 높았던 기저효과로 실적 감소하나, 분기로는 실적 증가 전망. 재고평가손실 축소, 초호황을 유지 중인 정제마진과 윤활유 사업 실적 덕분에. 중유 약세로 동사의 고도화 설비 및 윤활유 사업 수익성은 지속 개선되며 3월부터 예정되어 있는 정기보수 기회손실 영향을 최소화할 전망

2023년 영업이익을 2.9조원으로 기존 추정에서 +31% 상향. 국제유가 100 달러 전망을 유지함과 동시에 정제마진을 연간 평균 14 달러에서 20 달러로 상향 조정했기 때문. 당사는 중국의 리오프닝으로 2023년 석유 수요가 300만 b/d 증가할 것이라 추정하며, 세계 CDU 설비 순증설이 120만 b/d에 불과한 점을 고려해 정제마진 강세를 전망

EU/G7 유가 상한제, 디젤 가격 상한제 영향

유럽은 2월 5일부터 러시아 디젤 가격을 100~110 달러 사이로 제한하는 가격 상한제 시행 예정. 기존 유가 상한제에 이은 후속 조치이며, 시장 수급에 긍정적 영향 지속 전망. 2022년 러시아의 유럽 디젤 수출 규모는 74만 b/d이며, 석유 제품 탱커 운임이 원유에 비해 높은 점을 고려하면, 러시아 원유의 중국, 인도 수출 물량은 지속 증가하고 러시아 CDU 가동률은 하락할 전망. 또한 중국 리오프닝으로 인한 내수 수요 증가로 수출 쿼터 확대 영향은 최소화될 것이라 판단. **장기적으로 세계 CDU 용량의 7%를 차지 중인 러시아 설비 가동률 하락은 정제마진 강세에 긍정적**

투자의견 BUY, 목표주가 133,000원 유지

당사는 S-OIL에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 133,000원을 유지하며 Top-pick으로 지속 추천함. 국제유가를 제외하면 모든 지표와 영업 환경은 긍정적. 당사는 국제유가를 평균 100 달러로 전망하고 있어 여전히 실적과 주가의 업사이드가 크다고 보고 있음. 매수를 추천함

결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	16,830	27,464	42,446	41,237	40,606
영업이익(십억원)	-1,099	2,141	3,408	2,912	2,109
세전계속사업손익(십억원)	-1,168	1,878	2,902	2,635	2,019
당기순이익(십억원)	-796	1,379	2,107	1,976	1,509
EPS(원)	-7,071	12,245	18,713	17,554	13,405
증감률(%)	적전	흑전	52.8	-6.2	-23.6
PER(배)	na	7.0	4.7	5.0	6.6
ROE(%)	-13.1	21.8	27.0	21.4	14.5
PBR(배)	1.4	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	na	4.9	3.0	3.2	4.0

자료: 유진투자증권

발행주식수	112,583
52주 최고가	123,000
최저가	77,100
52주 일간 Beta	0.63
3M 일평균거래대금	314
외국인 지분율	80.1
배당수익률(2022F)	6.8

주주구성	
Aramco 외 11인	63.4
국민연금공단 외 1인	6.9

	1M	3M	6M
주가상승률(%)	5.8	2.1	-3.9

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	133,000	133,000	-
영업이익(22)	3,480	3,573	-5%
영업이익(23)	2,912	2,226	+31%

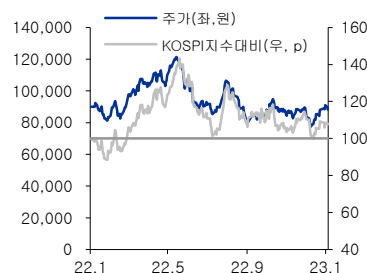
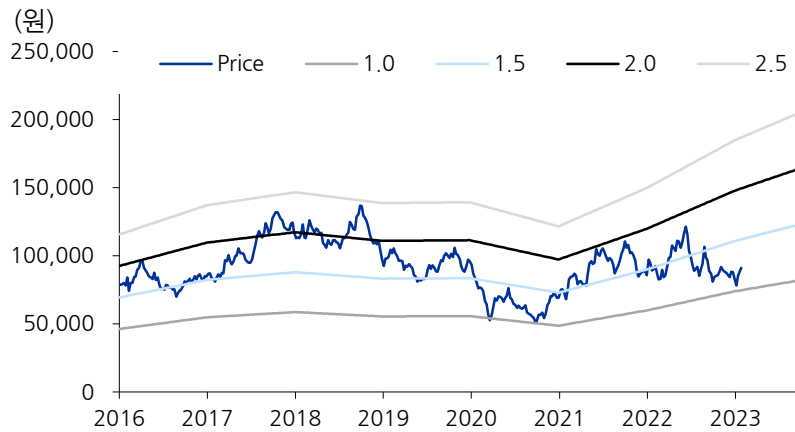


도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)	수정전		수정후		변경률	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	41,685	40,162	42,446	41,237	1.8	2.7
영업이익	3,573	2,226	3,408	2,912	(4.6)	30.8
영업이익률(%)	8.6	5.5	8.0	7.1	(0.5)	1.5
EBITDA	4,236	2,938	4,072	3,628	(3.9)	23.5
EBITDA 이익률(%)	10.2	7.3	9.6	8.8	(0.6)	1.5
순이익	2,067	1,430	2,107	1,976	1.9	38.2

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



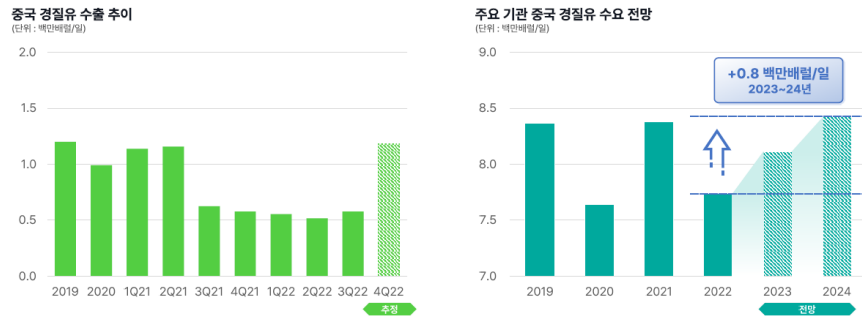
자료: 유진투자증권

도표 3. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2021	2022	2023
매출액	9,287	11,442	11,123	10,594	9,435	10,417	10,717	10,668	27,464	42,446	41,237
정유	7,179	9,252	9,016	8,558	7,355	8,336	8,686	8,686	20,191	34,005	33,064
석유화학	1,366	1,302	1,162	1,196	1,231	1,207	1,183	1,159	4,657	5,026	4,780
운할유	742	888	945	840	849	874	848	823	2,616	3,416	3,394
영업이익	1,332	1,722	512	(158)	461	676	876	899	2,141	3,408	2,912
정유	1,202	1,445	79	(380)	145	345	532	570	1,028	2,347	1,593
석유화학	(66)	18	56	(57)	5	15	23	24	277	(49)	67
운할유	195	259	377	280	311	316	321	305	1,002	1,110	1,253
OPM(%)	14.3	15.0	4.6	(1.5)	4.9	6.5	8.2	8.4	7.8	8.0	7.1
정유	16.7	15.6	0.9	(4.4)	2.0	4.1	6.1	6.6	5.1	6.9	4.8
석유화학	(4.8)	1.4	4.8	(4.8)	0.4	1.2	1.9	2.1	5.9	(1.0)	1.4
운할유	26.3	29.2	39.8	33.3	36.6	36.1	37.8	37.1	38.3	32.5	36.9
세전이익	1,196	1,399	(26)	333	410	625	825	775	1,878	2,902	2,635
지배순이익	871	1,014	(10)	231	308	469	619	581	1,379	2,107	1,976

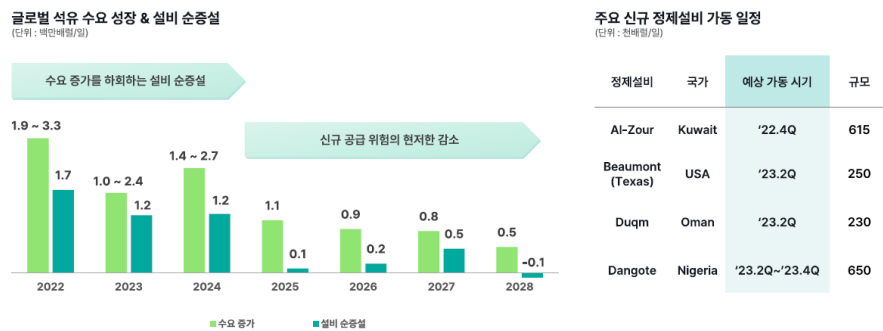
자료: S-OIL, 유진투자증권

도표 4. 중국 리오프닝 효과 전망: 내수 소비 증가로 수출 쿼터 영향 제한적



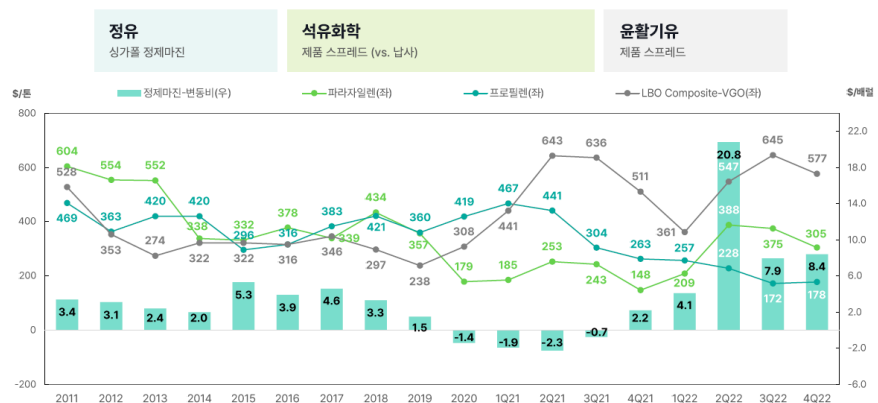
자료: S-Oil, 유진투자증권

도표 5. 정제설비 증설 스케줄: 수요보다 공급이 적게 증가



자료: S-Oil, 유진투자증권

도표 6. 정유/화학/윤활유 마진 추이



자료: S-Oil, 유진투자증권

S-Oil(010950.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	15,691	18,693	21,999	20,581	20,023
유동자산	4,997	8,377	11,562	9,430	8,024
현금성자산	1,101	1,973	3,696	1,766	465
매출채권	1,354	2,081	2,654	2,579	2,539
재고자산	2,192	3,545	4,434	4,308	4,242
비유동자산	10,694	10,316	10,437	11,150	11,998
투자자산	517	643	993	965	950
유형자산	10,078	9,565	9,330	10,067	10,925
기타	99	108	113	118	123
부채총계	10,008	11,705	13,382	10,687	9,086
유동부채	6,565	8,505	10,180	8,482	7,379
매입채무	3,712	5,253	6,928	6,730	6,627
유동성이자부채	2,704	2,893	2,893	1,393	393
기타	149	359	359	359	359
비유동부채	3,443	3,200	3,202	2,204	1,706
비유동이자부채	3,403	2,951	2,951	1,951	1,451
기타	40	250	252	254	256
자본총계	5,682	6,988	8,617	9,894	10,937
지배지분	5,682	6,988	8,617	9,894	10,937
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,036	5,334	6,998	8,275	9,317
기타	24	31	(4)	(4)	(4)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,682	6,988	8,617	9,894	10,937
총차입금	6,107	5,844	5,844	3,344	1,844
순차입금	5,006	3,871	2,148	1,579	1,379

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	1,631	1,477	2,658	1,722	1,802
당기순이익	(796)	1,379	2,107	1,976	1,509
자산상각비	631	652	664	716	776
기타비현금성손익	(583)	339	(325)	(974)	(486)
운전자본증감	2,183	(967)	213	5	2
매출채권감소(증가)	108	(772)	(573)	76	39
재고자산감소(증가)	1,030	(1,391)	(888)	126	66
매입채무증가(감소)	381	1,066	1,675	(197)	(103)
기타	664	130	0	0	0
투자현금	(636)	197	(493)	(1,453)	(1,636)
단기투자자산감소	(6)	(3)	0	0	0
장기투자증권감소	0	(8)	(59)	5	2
설비투자	(547)	(272)	(420)	(1,443)	(1,624)
유형자산처분	24	175	0	0	0
무형자산처분	2	(12)	(14)	(14)	(15)
재무현금	(549)	(466)	(442)	(2,200)	(1,466)
차입금증가	(474)	(281)	0	(1,500)	(1,000)
자본증가	(12)	(117)	(442)	(700)	(466)
배당금지급	(12)	(117)	442	700	466
현금 증감	446	1,208	1,723	(1,930)	(1,301)
기초현금	291	737	1,946	3,669	1,738
기말현금	737	1,946	3,669	1,738	438
Gross Cash flow	(438)	2,627	2,445	1,718	1,800
Gross Investment	(1,553)	767	280	1,448	1,634
Free Cash Flow	1,115	1,860	2,166	269	166

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	16,830	27,464	42,446	41,237	40,606
증가율(%)	(31.0)	63.2	54.6	(2.8)	(1.5)
매출원가	17,366	24,695	38,309	37,580	37,764
매출총이익	(537)	2,769	4,138	3,657	2,842
판매 및 일반관리비	563	628	729	745	734
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	(1,099)	2,141	3,408	2,912	2,109
증가율(%)	적전	흑전	59.2	(14.6)	(27.6)
EBITDA	(468)	2,793	4,072	3,628	2,885
증가율(%)	적전	흑전	45.8	(10.9)	(20.5)
영업외손익	(69)	(263)	(507)	(277)	(90)
이자수익	13	10	20	8	5
이자비용	158	110	115	125	86
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	76	(163)	(411)	(160)	(8)
세전순이익	(1,168)	1,878	2,902	2,635	2,019
증가율(%)	적전	흑전	54.5	(9.2)	(23.4)
법인세비용	(372)	499	795	659	510
당기순이익	(796)	1,379	2,107	1,976	1,509
증가율(%)	적전	흑전	52.8	(6.2)	(23.6)
지배주주지분	(796)	1,379	2,107	1,976	1,509
증가율(%)	적전	흑전	52.8	(6.2)	(23.6)
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(7,071)	12,245	18,713	17,554	13,405
증가율(%)	적전	흑전	52.8	(6.2)	(23.6)
수정EPS(원)	(7,071)	12,245	18,498	17,411	13,202
증가율(%)	적전	흑전	51.1	(5.9)	(24.2)

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(7,071)	12,245	18,713	17,554	13,405
BPS	48,733	59,929	73,902	84,850	93,792
DPS	0	3,800	6,000	4,000	5,500
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	7.0	4.7	5.0	6.6
PBR	1.4	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	n/a	4.9	3.0	3.2	4.0
배당수익률	0.0	4.4	6.8	4.5	6.2
PCR	n/a	3.8	4.2	6.0	5.7
수익성(%)					
영업이익률	(6.5)	7.8	8.0	7.1	5.2
EBITDA이익률	(2.8)	10.2	9.6	8.8	7.1
순이익률	(4.7)	5.0	5.0	4.8	3.7
ROE	(13.1)	21.8	27.0	21.4	14.5
ROIC	(6.9)	14.7	23.2	19.9	13.4
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	88.1	55.4	24.9	16.0	12.6
유동비율	76.1	98.5	113.6	111.2	108.7
이자보상배율	(7.0)	19.5	29.5	23.2	24.4
활동성(회)					
총자산회전율	1.1	1.6	2.1	1.9	2.0
매출채권회전율	11.5	16.0	17.9	15.8	15.9
재고자산회전율	6.2	9.6	10.6	9.4	9.5
매입채무회전율	5.2	6.1	7.0	6.0	6.1

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2022.12.31 기준)

