

Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 105,000원

현재가 (3/5) 74,100원

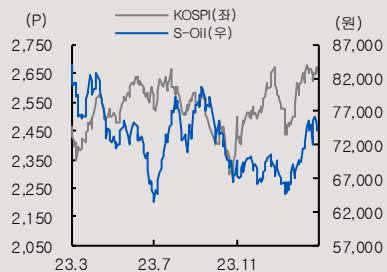
KOSPI (3/5)	2,649.40pt
시가총액	8,540십억원
발행주식수	116,605천주
액면가	2,500원
52주 최고가	84,000원
최저가	63,400원
60일 일평균거래대금	17십억원
외국인 지분율	78.1%
배당수익률 (2023F)	2.4%

주주구성			
Aramco	Overseas	63.43%	
국민연금공단		7.30%	

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	4%	-6%	-17%
절대기준	6%	-4%	-10%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	105,000	105,000	-
EPS(23)	8,140	9,259	▼
EPS(24)	13,076	11,300	▲

S-Oil 추가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 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)

올해 실적을 긍정적으로 보는 이유

올해 연간 영업이익, 작년 대비 35.1% 증가 전망

S-Oil의 올해 연간 영업이익은 1조8,305억원으로 작년 대비 35.1% 증가할 전망이다. 유가, 물량, 마진, 수급 측면에서 호조세가 예상되기 때문이다. 아래에 관련 내용을 좀 더 부연한다.

유가: 현재 두바이유 가격은 배럴당 \$83.1로 작년 12월 평균 대비 약 \$6 상승하였다. 작년 12월 평균이 9월 평균 대비 약 \$17.3 하락한 점을 고려하면, 올해 1분기는 재고 관련 손익의 개선이 예상된다. 한편 올해 평균 유가는 배럴당 \$80 수준을 유지할 전망이다. OPEC+가 1분기까지 예정되었던 자발적 원유 감산(220만B/D)을 2분기까지 연장하였고, 러시아는 추가적으로 47.1만배럴/일의 원유 생산을 줄일 계획이며, 미국의 신규 파이프라인/Rig Count 감소로 올해 Non-OPEC 원유 생산 순증 물량(+82만B/D)이 작년 대비 약 70% 감소할 것으로 전망되기 때문이다.

물량: S-Oil은 작년에 No.3 CDU(연산 25만B/D), 콘텐세이트 스플리터(8.9만B/D), No.2 RFCC(7.62만B/D) 등 대규모 정유 설비들의 정기보수를 진행하였으나, 올해는 가장 규모가 작은 No.1 CDU(9만B/D)의 정기보수만 계획되어 있다. 이에 작년 발생한 정기보수에 따른 4,600억원의 기회비용이 올해에는 대폭 축소될 것으로 전망된다. 또한 동사는 올해 석유화학부문의 유지보수가 없다.

마진: 역내 복합 정제마진은 작년 하반기 대비 강세가 예상된다. 코비드 19 이후 휘발유/항공유 등 이동 연료의 수요 개선이 이어지고 있는 가운데, 최근 러시아가 휘발유 수출 제한을 재시행하였고, 홍해 등 지정학적 이슈로 인도의 유럽 수출이 감소하며 유럽 디젤 가격이 상승세를 기록하고 있으며, 점유율 확대를 위하여 사우디가 OSP를 하향 조정하고 있고, 미국/유럽/싱가폴/일본 등 대부분 지역의 재고가 여전히 지난 5년 하단에 위치하고 있으며, 물류 비용 상승으로 미국/러시아/인도 등 주요 생산국 모두 정제 또는 운송부문에서 어려움을 겪고 있기 때문이다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	27,464	42,446	35,727	42,336	41,067
영업이익	2,141	3,405	1,355	1,830	2,213
세전이익	1,878	2,899	1,132	1,780	2,163
지배주주순이익	1,379	2,104	949	1,525	1,795
EPS(원)	11,822	18,047	8,140	13,076	15,394
증가율(%)	-273.2	52.7	-54.9	60.6	17.7
영업이익률(%)	7.8	8.0	3.8	4.3	5.4
순이익률(%)	5.0	5.0	2.7	3.6	4.4
ROE(%)	21.8	27.2	10.8	15.7	16.1
PER	7.2	4.6	8.5	5.7	4.9
PBR	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.9	3.3	6.0	5.4	4.3

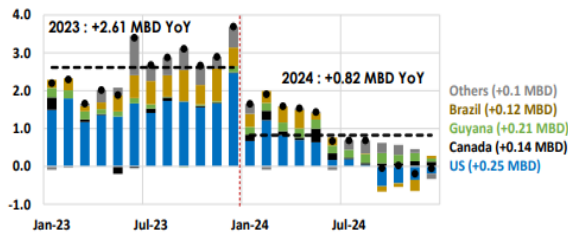
자료: Company data, IBK투자증권 예상

수급: 올해 계획된 세계 정제설비 신증설 물량은 175만B/D로 작년 대비 약 10% 증가할 전망이다. 가동이 예정된 주요 프로젝트는 나이지리아 Dangote(65만B/D), 쿠웨이트 Al-Zour(61.5만B/D), 멕시코 Olemeca(34만B/D)이다. 외신/컨설팅 기관 등에 따르면 Dangote 정제설비는 50%를 가동 중에 있고, Al-Zour 정제설비는 최근 유지보수를 마치고 최대 생산 용량에 도달하였으며, Olemeca 정제설비도 올해 연간 70% 이상 가동률이 예상된다. 올해 1분기 동사 총 생산능력(CDU/CFU)의 2.4배 수준 신규 대규모 정제설비들의 가동에도 불구하고, 견조한 수요 등으로 정제마진이 올해 1분기에 오히려 상승세인 점은 수급이 타이트하다는 것을 반증하고 있다.

석유화학/유탄기유부문도 견고한 수급 상황이 이어질 전망이다. 올해 중국 정제설비 신증설의 제한으로 PX/벤젠 등 아로마틱 제품의 공급 순증 물량이 급감할 예정이다. 특히 동사의 화학 제품 중 가장 큰 비중을 차지하는 PX의 경우 작년 960만톤의 세계 공급 순증 물량이 올해 160만톤으로 감소할 전망이다. 한편 전방 TPA의 증설 지속으로 올해 세계 PX 수요 순증은 400만톤으로 작년 대비 약 6배 증가할 예정이다. 또한 유탄기유도 Group II/III의 경우는 일부 설비 폐쇄 등으로 오히려 올해는 작년 대비 생산능력의 축소가 예상된다.

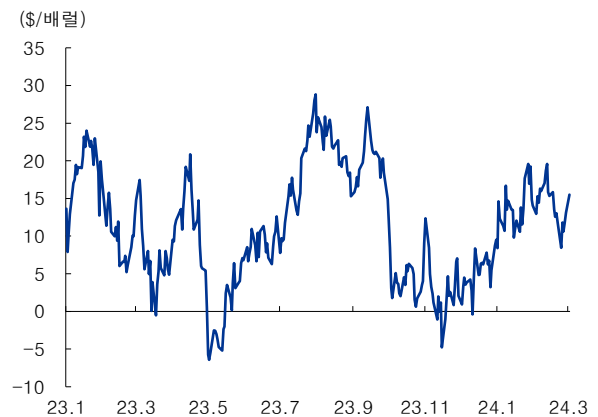
참고로 올해 동사 당기순이익은 작년 대비 60.6% 증가할 전망이다. 임시투자세액공제 확대 법안이 통과된다면, 올해 1,700억원 수준의 법인세 감면 효과가 예상되기 때문이다.

그림 1. Non-OPEC 생산 증가율 추이/전망



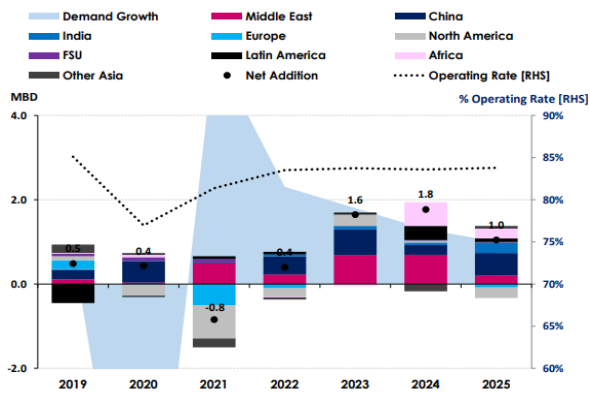
자료: EIA, IBK투자증권

그림 2. 역내 복합 정제마진(1M Lagging) 추이



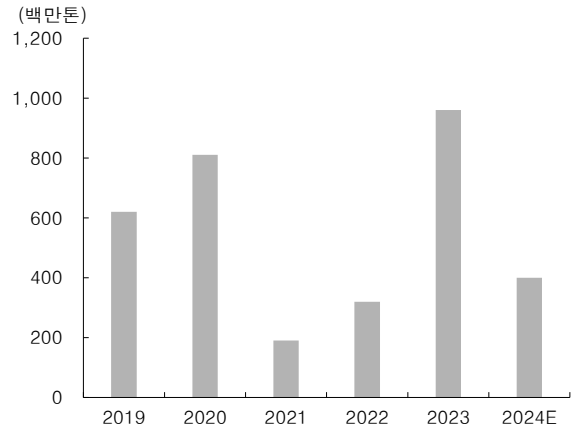
자료: 페트로넬, IEA, IBK투자증권

그림 3. 세계 정제설비 생산능력/수요 순증 추이/전망



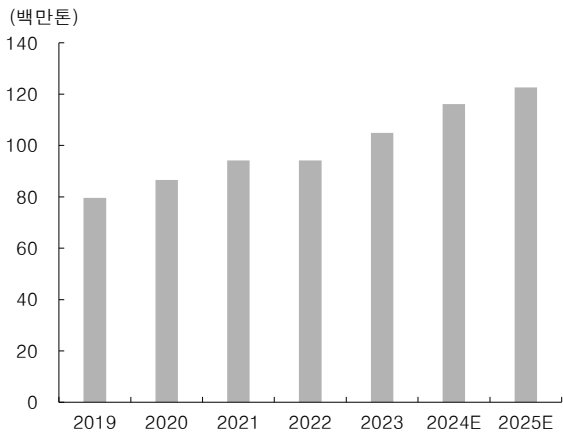
자료: FGE, EA, EIA, IEA, IBK투자증권

그림 4. 역내 PX 생산능력 순증 추이/전망



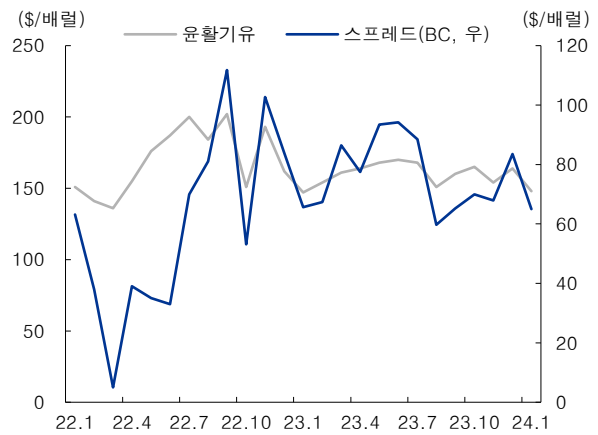
자료: S-Oil, CMA, IBK투자증권

그림 5. 세계 TPA 생산능력 추이/전망



자료: ICIS, IBK투자증권

그림 6. 국내 유회기유 가격 및 스프레드(Spot) 추이



자료: 페트로넷, IBK투자증권

표 1. S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23E	2021	2022	2023P	2024E
매출액	9,078	7,820	9,000	9,830	10,460	10,840	10,538	10,498	27,464	42,446	35,727	42,336
정유	7,277	6,000	7,199	7,782	8,495	8,828	8,615	8,509	20,191	34,005	28,257	34,447
석유화학	1,039	1,009	1,125	1,212	1,204	1,221	1,154	1,228	4,657	5,026	4,385	4,807
유회기유	763	811	676	836	761	791	770	761	2,616	3,416	3,085	3,082
영업이익	516	36	859	-56	369	566	378	517	2,141	3,405	1,355	1,830
%OP	5.7	0.5	9.5	-0.6	3.5	5.2	3.6	4.9	7.8	8.0	3.8	4.3
정유	291	-292	666	-266	105	285	117	232	1,028	2,347	399	739
석유화학	29	82	45	47	59	63	45	67	277	-49	204	234
유회기유	196	247	147	226	205	218	216	218	1,002	1,110	816	857

자료: S-Oil, IBK투자증권

S-Oil (010950)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	27,464	42,446	35,727	42,336	41,067
증가율(%)	63.2	54.6	-15.8	18.5	-3.0
매출원가	24,695	38,291	33,669	39,646	38,014
매출총이익	2,769	4,155	2,057	2,690	3,053
매출총이익률(%)	10.1	9.8	5.8	6.4	7.4
판매비	628	749	703	860	840
판매비율(%)	2.3	1.8	2.0	2.0	2.0
영업이익	2,141	3,405	1,355	1,830	2,213
증가율(%)	-294.8	59.0	-60.2	35.1	20.9
영업이익률(%)	7.8	8.0	3.8	4.3	5.4
순금융손익	-231	-324	-126	-10	-10
이자손익	-101	-120	0	0	0
기타	-130	-204	-126	-10	-10
기타영업외손익	-34	-182	-98	-40	-40
중속/관계기업손익	2	0	1	0	0
세전이익	1,878	2,899	1,132	1,780	2,163
법인세	499	794	183	256	368
법인세율	26.6	27.4	16.2	14.4	17.0
계속사업이익	1,379	2,104	949	1,525	1,795
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,379	2,104	949	1,525	1,795
증가율(%)	-273.2	52.7	-54.9	60.6	17.7
당기순이익률(%)	5.0	5.0	2.7	3.6	4.4
지배주주당기순이익	1,379	2,104	949	1,525	1,795
기타포괄이익	44	8	0	0	0
총포괄이익	1,422	2,113	949	1,525	1,795
EBITDA	2,793	4,055	2,130	2,726	3,211
증가율(%)	-696.9	45.2	-47.5	28.0	17.8
EBITDA마진율(%)	10.2	9.6	6.0	6.4	7.8

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	11,822	18,047	8,140	13,076	15,394
BPS	59,929	72,754	77,701	88,885	102,393
DPS	3,800	5,500	1,700	1,700	1,700
밸류에이션(배)					
PER	7.2	4.6	8.5	5.7	4.9
PBR	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.9	3.3	6.0	5.4	4.3
성장성지표(%)					
매출증가율	63.2	54.6	-15.8	18.5	-3.0
EPS증가율	-273.2	52.7	-54.9	60.6	17.7
수익성지표(%)					
배당수익률	4.4	6.6	2.4	2.3	2.3
ROE	21.8	27.2	10.8	15.7	16.1
ROA	8.0	11.0	4.5	6.1	6.5
ROIC	13.4	19.0	7.4	10.1	10.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	167.5	131.2	154.3	156.8	141.6
순차입금 비율(%)	54.6	43.4	53.3	57.5	44.3
이자보상배율(배)	19.5	22.5	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	17.3	19.9	13.7	14.1	13.4
재고자산회전율	9.6	10.3	6.6	6.8	6.5
총자산회전율	1.6	2.2	1.7	1.7	1.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	8,377	9,206	11,566	12,865	14,109
현금및현금성자산	1,946	1,310	1,745	2,376	3,949
유가증권	11	151	0	0	0
매출채권	1,971	2,304	2,911	3,109	3,012
재고자산	3,545	4,733	6,031	6,442	6,239
비유동자산	10,316	10,407	11,476	13,752	14,737
유형자산	9,565	9,588	10,817	13,065	14,075
무형자산	108	106	98	91	84
투자자산	134	139	118	124	121
자산총계	18,693	19,613	23,042	26,617	28,846
유동부채	8,505	8,213	10,124	10,789	10,461
매입채무및기타채무	3,076	3,172	4,257	4,546	4,403
단기차입금	2,359	1,939	2,924	3,123	3,025
유동성장기부채	460	590	350	350	350
비유동부채	3,200	2,917	3,858	5,464	6,445
사채	2,736	2,427	2,427	2,427	2,427
장기차입금	0	0	870	2,438	3,438
부채총계	11,705	11,130	13,982	16,253	16,906
지배주주지분	6,988	8,483	9,060	10,364	11,940
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	33	34	34	34	34
이익잉여금	5,334	6,829	7,405	8,709	10,284
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,988	8,483	9,060	10,364	11,940
비이자부채	5,936	5,990	7,412	7,916	7,667
총차입금	5,769	5,140	6,570	8,337	9,239
순차입금	3,813	3,678	4,825	5,961	5,290

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,477	1,279	695	2,151	3,000
당기순이익	1,379	2,104	949	1,525	1,795
비현금성 비용 및 수익	1,248	1,634	1,104	945	1,048
유형자산감가상각비	644	644	767	888	991
무형자산상각비	8	6	9	7	7
운전자본변동	-967	-2,132	-553	-319	157
매출채권등의 감소	-772	-386	-591	-198	98
재고자산의 감소	-1,391	-1,338	-1,115	-410	202
매입채무등의 증가	1,066	221	1,035	289	-143
기타 영업현금흐름	-183	-327	-805	0	0
투자활동 현금흐름	197	-773	-1,715	-3,281	-2,003
유형자산의 증가(CAPEX)	-272	-599	-1,836	-3,136	-2,000
유형자산의 감소	175	30	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-12	-1	-2	0	0
투자자산의 감소(증가)	327	-140	266	-5	3
기타	-21	-63	-143	-140	-6
재무활동 현금흐름	-466	-1,142	1,453	1,761	576
차입금의 증가(감소)	-281	-453	1,234	1,568	1,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-185	-689	219	193	-424
기타 및 조정	0	1	2	0	0
현금의 증가	1,208	-635	435	631	1,573
기초현금	737	1,946	1,310	1,745	2,376
기말현금	1,946	1,310	1,745	2,376	3,949

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2023.01.01~2023.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	143	88.3
Trading Buy (중립)	14	8.6
중립	5	3.1
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

S-Oil	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2022.08.30	매수	143,000	-38.37	-29.02					
	2022.10.28	매수	120,000	-25.48	-23.42					
	2022.11.07	매수	126,000	-33.59	-25.48					
	2023.04.28	매수	105,000	-31.94	-23.14					
	2024.03.06	매수	105,000							