



MARKETPERFORM

(Maintain)

목표주가: 74,000원
주가(7/28): 72,900원
시가총액: 82,073억원

화학/정유 Analyst 정경희
caychung09@kiwoom.com

RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

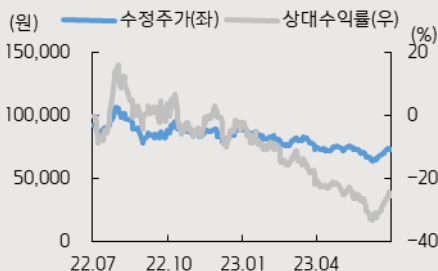
Stock Data

KOSPI(7/28)	2,608.32pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	106,500원	63,400원
등락률	-31.5%	15.0%
수익률	절대	상대
1M	7.0%	5.2%
6M	-20.0%	-23.8%
1Y	-20.2%	-25.5%
발행주식수	112,583천주	
일평균 거래량(3M)	358천주	
외국인 지분율	76.5%	
배당수익률(2023E)	2.6%	
BPS(2023E)	78,236원	
주요 주주	Aramco Overseas Company BV 외 7인	63.4%

투자지표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	27,463.9	42,446.0	33,000.0	34,650.0
영업이익	2,140.9	3,405.2	1,567.7	1,537.9
EBITDA	2,792.7	4,055.0	2,198.1	2,248.0
세전이익	1,878.0	2,898.5	1,174.1	1,100.5
순이익	1,378.5	2,104.4	852.4	799.0
지배주주지분순이익	1,378.5	2,104.4	852.4	799.0
EPS(원)	11,822	18,047	7,310	6,852
증감률(% YoY)	흑전	52.7	-59.5	-6.3
PER(배)	7.2	4.6	10.0	10.6
PBR(배)	1.43	1.15	0.93	0.88
EV/EBITDA(배)	4.9	3.3	5.1	6.0
영업이익률(%)	7.8	8.0	4.8	4.4
ROE(%)	21.8	27.2	9.7	8.5
순차입금비율(%)	55.4	44.1	31.9	52.8

Price Trend



S-Oil(010950)

하반기 단기 개선 후 '24년 약세 예상



S-Oil의 2분기 매출액 약 7.8조원(QoQ -13.9%, YoY -31.7%), 영업이익 364억원(QoQ -92.9%, YoY -97.9%)을 발표했다. 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 대폭 하회하는 수준으로 2분기 정제마진 약세 영향이 컸다. 그러나 단기적으로는 계절성 및 중국 경유 수요 증가, 역내 정기 보수 등으로 3분기 정제마진 및 합성수지도 개선에 따라 3분기 영업이익 4,780억원(QoQ +1214.3%, YoY -6.5%)을 추정한다. 그러나 '24~'25년 글로벌 정유 순증설에 따라 당사 실적은 다소 정체될 것으로 추정한다. 또한 Shaheen에 따른 밸류에이션 희석 요인으로 Marketperform을 유지한다. Buy and Hold 전략보다, Trading 관점에서의 매매전략이 유효한 구간으로 판단한다.

>>> 2분기 영업이익 364억원, 기대치 하회

동사는 2분기 산업용 석유제품 수요 회복 부진에 따른 경유 및 납사 마진 축소로 싱가포르 정제마진 기준 \$0.9/bbl(1분기 \$7.7/bbl)의 정제마진 약세에 따라 정유부문 실적이 1분기 영업이익 2,906억원에서 2분기 2,921억원의 영업손실로 전환하였다. 또한 정기보수에 따른 손익영향이 약 2,560억원 발생하는 등 전사 영업이익은 전기 및 전년동기 대비 대폭 하락한 364억원(QoQ -92.9%, YoY -97.9%)을 발표했다.

>>> 3분기 실적 개선 추정

동사는 역내 정기보수, 낮은 미국의 휘발유 재고 및 드라이빙 시즌 등을 맞아 3분기 정제마진이 지지될 것으로 전망하고 있다. 실제로 현재 생산비중이 높은 제품군 중 하나인 Fuel Oil 마진이 1분기 대비 개선되고 있으며, 전월 원재료 대비 합성수지 마진도 대체로 증가하고 있어 3분기 영업이익은 4,780억원을 추정하여 단기 실적 개선폭이 두드러질 것으로 예상된다. 이는 OPEC Plus 추가 감산 여부에 따른 유가 상승시 단기 투자 매력을 증가시킬 수 있다.

>>> 정유 '24~'25년 순증설 국면, Underweight 유지

EV 침투율 증가속에 수송연료로서 정유제품 수요 둔화가 예상되는 가운데 '24~'25년 글로벌 정제설비의 수요대비 초과 증가가 전망되고 있다. 이 규모는 약 +1.7백만b/d~+2.0백만b/d 수준으로 Shaheen Project 진행에 따른 대규모 CAPEX의 약 70%를 내부 자금으로 충당할 계획을 가진 동사의 배당 여력을 제한할 수 있는 요인으로 판단한다. 또한 바이오 연료 시장의 빠른 개화에 따라 아시아 정유주들의 영구 성장률(g) 할인이 지속되는 구간으로 이해하며, 정유업에 대한 Underweight 의견을 유지한다.

>>> Marketperform, 목표주가 74,000원 소폭 상향

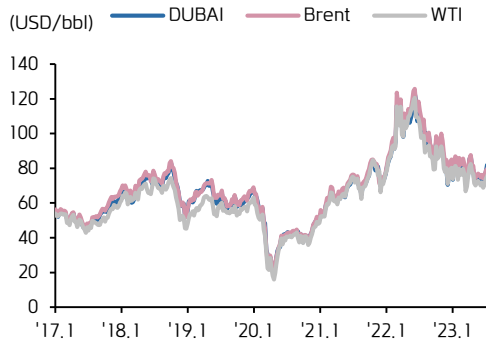
동사는 정유 운영에 있어서 탁월한 실적과 이익률을 거뒀다. 그러나 산업의 장기 둔화 추세에서 비껴나기는 어렵고, Shaheen Project는 향후 밸류에이션 희석 요인이 될 수 있다. 목표주가 74,000원으로 소폭 상향, 투자 의견 Marketperform을 유지한다. 3분기 실적 및 원유 변화에 따른 단기 Trading 관점에서의 매매전략을 추천한다.

S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2022	2023	2024
매출액	9,287	11,442	11,123	10,594	9,077	7,092	7,462	9,454	42,446	33,085	34,739
(YoY)	74%	71%	56%	28%	-2%	-38%	-33%	-11%	55%	-22%	5%
매출원가	7,814	9,483	10,437	10,557	8,393	6,675	6,973	8,754	38,291	30,795	32,135
(YoY)	71%	58%	62%	37%	7%	-30%	-33%	-17%	55%	-20%	-6%
매출총이익	1,473	1,959	685	37	684	417	489	700	4,155	2,290	2,604
(YoY)	93%	171%	1%	-94%	-54%	-79%	-29%	1801%	50%	-45%	14%
GPM	16%	17%	6%	0%	8%	6%	7%	7%	10%	7%	7%
판매비	141	237	174	197	169	169	169	169	749	675	750
(YoY)	6%	56%	33%	-7%	20%	-29%	-3%	-14%	19%	-10%	11%
영업이익	1,332	1,722	512	(160)	516	248	320	531	3,405	1,615	1,854
(YoY)	112%	202%	-7%	적전	-61%	-86%	-37%	흑전	59%	-53%	15%
OPM	14%	15%	5%	-2%	6%	3%	4%	6%	8%	5%	5%

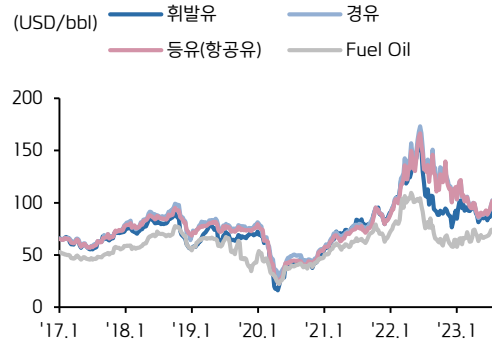
자료: S-Oil, 키움증권 리서치

원유 가격 추이



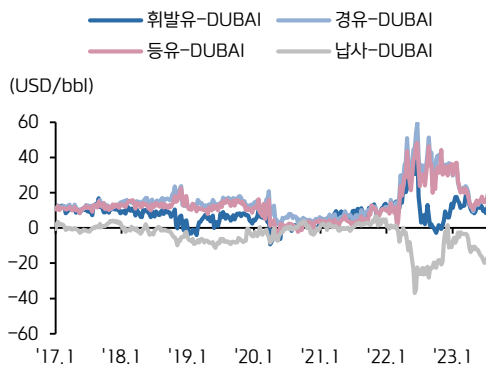
자료: Bloomberg, Cischem, Petronet, 키움증권 리서치센터

주요 석유제품 가격 추이



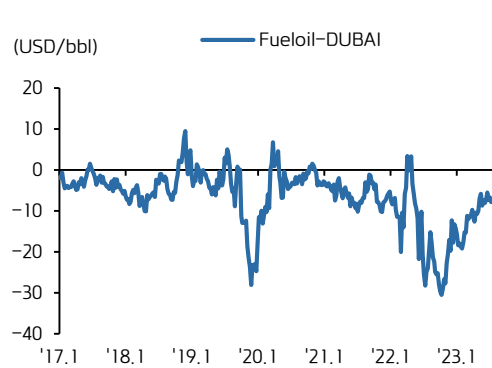
자료: Bloomberg, Cischem, Petronet, 키움증권 리서치센터

주요 석유제품 Dubai유 대비 마진 추이



자료: Bloomberg, Cischem, Petronet, 키움증권 리서치센터

Fuel Oil Dubai유 대비 마진 추이



자료: Bloomberg, Cischem, Petronet, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	27,463.9	42,446.0	33,000.0	34,650.0	36,486.4
매출원가	24,695.2	38,291.4	30,758.6	32,363.8	34,297.8
매출총이익	2,768.7	4,154.6	2,241.4	2,286.2	2,188.7
판매비	627.8	749.4	673.7	748.2	796.9
영업이익	2,140.9	3,405.2	1,567.7	1,537.9	1,391.8
EBITDA	2,792.7	4,055.0	2,198.1	2,248.0	2,270.6
영업외손익	-262.9	-506.6	-393.6	-437.4	-683.2
이자수익	9.0	31.0	76.8	70.9	123.7
이자비용	109.8	151.1	213.1	291.0	415.7
외환관련이익	325.5	1,355.4	1,016.5	813.2	639.3
외환관련손실	646.8	1,694.2	1,216.7	973.3	973.3
종속 및 관계기업손익	1.8	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	157.4	-47.5	-56.9	-57.0	-57.0
법인세차감전이익	1,878.0	2,898.5	1,174.1	1,100.5	708.5
법인세비용	499.5	794.2	321.7	301.5	194.1
계속사업순이익	1,378.5	2,104.4	852.4	799.0	514.4
당기순이익	1,378.5	2,104.4	852.4	799.0	514.4
지배주주순이익	1,378.5	2,104.4	852.4	799.0	514.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	63.2	54.6	-22.3	5.0	5.3
영업이익 증감율	흑전	59.1	-54.0	-1.9	-9.5
EBITDA 증감율	흑전	45.2	-45.8	2.3	1.0
지배주주순이익 증감율	흑전	52.7	-59.5	-6.3	-35.6
EPS 증감율	흑전	52.7	-59.5	-6.3	-35.6
매출총이익율(%)	10.1	9.8	6.8	6.6	6.0
영업이익율(%)	7.8	8.0	4.8	4.4	3.8
EBITDA Margin(%)	10.2	9.6	6.7	6.5	6.2
지배주주순이익율(%)	5.0	5.0	2.6	2.3	1.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,377.4	9,206.0	8,198.7	8,284.3	10,360.6
현금 및 현금성자산	1,945.5	1,310.3	2,351.0	2,100.7	3,796.1
단기금융자산	26.0	167.2	209.0	261.3	326.6
매출채권 및 기타채권	2,840.8	2,964.4	2,304.7	2,419.9	2,548.1
재고자산	3,545.3	4,733.2	3,300.0	3,465.0	3,648.6
기타유동자산	19.8	30.9	34.0	37.4	41.2
비유동자산	10,315.8	10,407.2	11,676.6	14,016.4	15,637.4
투자자산	134.2	138.5	138.3	138.2	138.0
유형자산	9,564.8	9,588.0	10,863.6	13,208.9	14,834.6
무형자산	108.4	106.4	100.4	95.2	90.5
기타비유동자산	508.4	574.3	574.3	574.1	574.3
자산총계	18,693.2	19,613.1	19,875.3	22,300.7	25,998.0
유동부채	8,505.0	8,213.2	7,836.1	8,210.7	10,118.4
매입채무 및 기타채무	5,252.9	4,752.1	4,125.1	3,999.6	4,207.4
단기금융부채	2,891.2	2,608.4	2,858.4	3,358.4	5,058.4
기타유동부채	360.9	852.7	852.6	852.7	852.6
비유동부채	3,200.2	2,916.5	2,916.5	4,416.5	5,916.5
장기금융부채	2,950.7	2,610.9	2,610.9	4,110.9	5,610.9
기타비유동부채	249.5	305.6	305.6	305.6	305.6
부채총계	11,705.2	11,129.7	10,752.7	12,627.2	16,034.9
자본지분	6,988.0	8,483.5	9,122.7	9,673.5	9,963.0
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
기타자본	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9
기타포괄손익누계액	33.2	33.8	42.0	50.1	58.3
이익잉여금	5,333.7	6,828.5	7,459.5	8,002.2	8,283.6
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,988.0	8,483.5	9,122.7	9,673.5	9,963.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,477.2	1,278.9	3,132.0	1,132.1	1,538.0
당기순이익	1,378.5	2,104.4	852.4	799.0	514.4
비현금항목의 가감	1,248.3	1,633.8	1,096.5	1,283.4	1,590.6
유형자산감가상각비	644.0	643.6	624.4	704.8	874.2
무형자산감가상각비	7.8	6.2	6.0	5.3	4.6
지분법평가손익	-1.8	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	598.3	984.2	466.3	573.5	712.0
영업활동자산부채증감	-966.7	-2,132.3	1,637.3	-432.4	-84.6
매출채권및기타채권의감소	-772.2	-386.2	659.7	-115.2	-128.3
재고자산의감소	-1,390.7	-1,337.5	1,433.2	-165.0	-183.6
매입채무및기타채무의증가	1,066.2	221.3	-627.0	-125.5	207.8
기타	130.0	-629.9	171.4	-26.7	19.5
기타현금흐름	-182.9	-327.0	-454.2	-517.9	-482.4
투자활동 현금흐름	196.6	-773.2	-1,999.6	-3,160.0	-2,623.1
유형자산의 취득	-272.0	-598.8	-1,900.0	-3,050.0	-2,500.0
유형자산의 처분	175.3	29.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-12.3	-0.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-6.7	-4.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	332.5	-141.2	-41.8	-52.3	-65.3
기타	-20.2	-57.8	-57.8	-57.7	-57.8
재무활동 현금흐름	-466.1	-1,141.6	-462.3	1,706.7	2,371.8
차입금의 증가(감소)	-281.4	-452.6	250.0	2,000.0	2,700.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-116.5	-617.1	-640.4	-221.4	-256.3
기타	-68.2	-71.9	-71.9	-71.9	-71.9
기타현금흐름	0.5	0.7	370.5	70.9	408.6
현금 및 현금성자산의 순증가	1,208.1	-635.2	1,040.7	-250.3	1,695.3
기초현금 및 현금성자산	737.4	1,945.5	1,310.3	2,351.0	2,100.7
기말현금 및 현금성자산	1,945.5	1,310.3	2,351.0	2,100.7	3,796.1

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)					
EPS	11,822	18,047	7,310	6,852	4,412
BPS	59,929	72,754	78,236	82,960	85,443
CFPS	22,527	32,059	16,714	17,859	18,052
DPS	3,800	5,500	1,900	2,200	2,000
주가배수(배)					
PER	7.2	4.6	10.0	10.6	16.5
PER(최고)	9.9	6.8	12.6		
PER(최저)	5.6	4.3	8.5		
PBR	1.43	1.15	0.93	0.88	0.85
PBR(최고)	1.96	1.69	1.18		
PBR(최저)	1.11	1.07	0.80		
PSR	0.36	0.23	0.26	0.25	0.23
PCFR	3.8	2.6	4.4	4.1	4.0
EV/EBITDA	4.9	3.3	5.1	6.0	6.6
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	31.0	29.4	25.1	31.0	43.8
배당수익률(%보통주, 현금)	4.4	6.6	2.6	3.0	2.7
ROA	8.0	11.0	4.3	3.8	2.1
ROE	21.8	27.2	9.7	8.5	5.2
ROIC	17.6	21.9	9.4	8.3	6.4
매출채권회전율	13.1	14.6	12.5	14.7	14.7
재고자산회전율	9.6	10.3	8.2	10.2	10.3
부채비율	167.5	131.2	117.9	130.5	160.9
순차입금비율	55.4	44.1	31.9	52.8	65.7
이자보상배율	19.5	22.5	7.4	5.3	3.3
총차입금	5,841.9	5,219.3	5,469.3	7,469.3	10,669.3
순차입금	3,870.4	3,741.8	2,909.3	5,107.3	6,546.7
NOPLAT	2,792.7	4,055.0	2,198.1	2,248.0	2,270.6
FCF	1,449.2	474.8	1,505.8	-1,655.8	-695.3

Compliance Notice

- 당사는 7월 28일 현재 'S-Oil' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

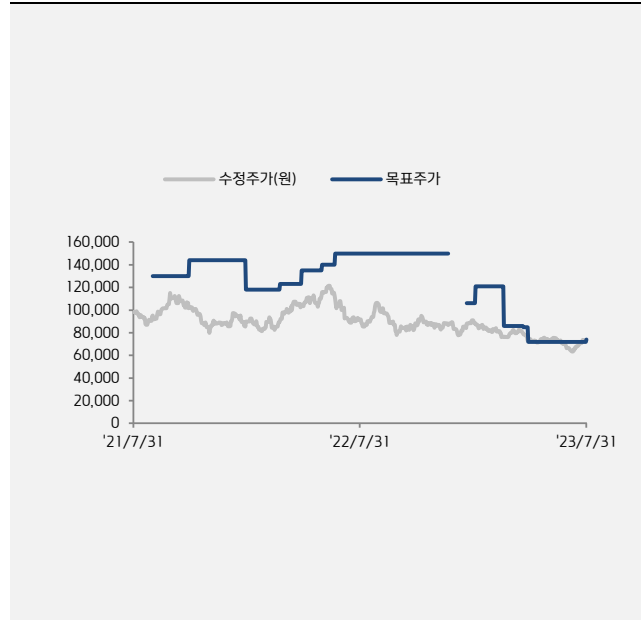
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
S-Oil (010950)	2021-08-31	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-20.34	-11.54
	2021-10-29	Buy(Maintain)	144,000원	6개월	-36.64	-28.82
	2022-01-28	Buy(Maintain)	118,000원	6개월	-26.12	-20.68
	2022-03-24	Buy(Maintain)	123,000원	6개월	-17.94	-12.60
	2022-04-28	Buy(Maintain)	135,000원	6개월	-20.66	-17.41
	2022-05-12	Buy(Maintain)	135,000원	6개월	-20.09	-16.30
담당자변경	2022-05-31	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-16.12	-13.21
	2022-06-21	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-39.45	-27.00
	2023-01-19	Buy(Reinitiate)	106,000원	6개월	-16.06	-14.06
	2023-02-02	Buy(Maintain)	121,000원	6개월	-31.56	-27.02
	2023-03-20	Outperform (Downgrade)	86,000원	6개월	-7.52	-3.72
	2023-04-20	Marketperform (Downgrade)	85,000원	6개월	-9.34	-7.41
	2023-04-28	Marketperform (Maintain)	72,000원	6개월	2.16	5.00
	2023-05-30	Marketperform (Maintain)	72,000원	6개월	-0.79	5.00
	2023-07-31	Marketperform (Maintain)	74,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

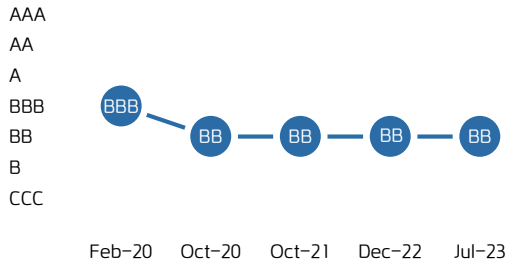
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/07/01~2023/06/30)

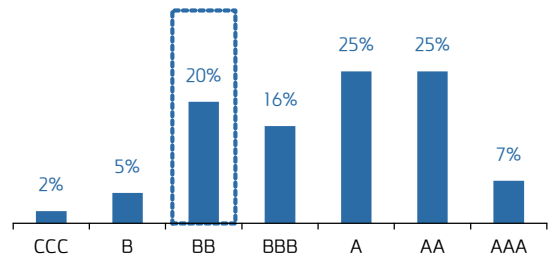
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
Universe: MSCI ACWI 지수 내, 일반 화학기업 65개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

항목	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중평균	4.5	5.4		
환경	4.3	5.4	48.0%	▲0.1
탄소배출	6.5	6.8	21.0%	▲0.7
유독 물질 배출 & 폐기물	2.4	4	16.0%	▼0.6
친환경 기술 관련 기회	3.0	4.3	11.0%	▲0.2
사회	5.1	6.4	15.0%	▼1.3
건강과 안전성	5.1	7	15.0%	▼1.3
지배구조	4.4	5.1	37.0%	▲0.8
기업 지배구조	4.9	5.7		▲1.0
기업 행동	5.9	5.9		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	특이사항 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

사업 Peer 주요 5개사 (정유기업)	탄소배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출 & 폐기물	건강과 안전성	기업 지배구조	기업 행동	등급	추세
SK 이노베이션	●●●●	●●●●●	●●	●●●●●	●●●●	●	A	◀▶
PETRONAS DAGANGAN	●●●●●	●	●●●●●	●●●●	●	●●	A	▼
BERHAD	●●●●●	●●●●	●	●	●●	●●	BBB	◀▶
HD현대	●●●●	●	●●	●	●●	●●	BB	◀▶
S-Oil	●●	●	●●	●	●●	●●	BB	◀▶
HINDUSTAN PETROLEUM CORPORATION LIMITED	●●●●	●●●●●	●	●●	●	●	BB	◀▶
BHARAT PETROLEUM CORPORATION LIMITED	●●●●●	●●	●●	●	●●	●	BB	◀▶

4분위 등급 : 4분위 최저 ● 4분위 최고 ●●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치