



MARKETPERFORM

(Maintain)

목표주가: 74,000원(유지)

주가(10/30): 69,700원

시가총액: 78,470억원

화학/정유 Analyst 정경희
caychung09@kiwoom.com

RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

Stock Data

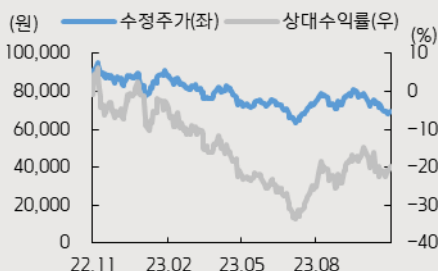
KOSPI(10/30)		2,310.55pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	94,900 원	63,400원	
등락률	-26.6%	9.9%	
수익률	절대	상대	
	1M	-12.0%	-6.1%
	6M	-6.6%	1.2%
	1Y	-19.3%	-19.9%

발행주식수	112,583 천주	
일평균 거래량(3M)	344천주	
외국인 지분율	76.8%	
배당수익률(2023E)	2.8%	
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)

단기 업황 호조 vs 장기 수요 둔화



S-Oil의 3분기 매출액 약 9.0조원(QoQ +15.1%, YoY -19.1%), 영업이익 8,589억원(QoQ +2,258.4%, YoY +67.9%)을 발표했다. 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 대폭 상회하는 수준으로 엔데믹에 따른 이동 수요 증가, 계절성 및 역내 정기보수 등에 따라 3분기 정제마진 강세 및 재고 관련 효과가 주요했다. 우리는 4분기 영업이익 3,020억원(QoQ -64.1%, YoY +288.1%)을 추정한다. 단기 수익성은 견조함에도 장기 정유제품 수요 둔화, Shaheen 프로젝트 추진에 따른 밸류에이션 희석으로 Marketperform 의견 및 목표주가 74,000원을 유지한다.

>>> 3분기 영업이익 8,589억원, 기대치 상회

동사는 3분기 영업이익 개선은 정유부분 수익성 개선이 견인했다. 엔데믹에 따른 이동 수요 증가, 경유 및 항공유 강세, 재고관련 수익 개선으로 정유부분 영업이익이 2분기 영업손실 2,921억원에서 대폭 개선된 6,662억원을 기록했다. 싱가포르 정제 마진은 GRM-변동비 기준(S-Oil) 2분기 \$0.9/bbl에서 \$7.5/bbl로 급등하였다. 석유화학 부문은 PX와 BZ 시장은 휘발유 혼합 생산 수요로 견조한 수준을 유지했고, PP와 PO시장은 약세를 지속하며 454억원의 영업이익(QoQ -44.6%)을 기록했다. 운할부문은 주요 공급사들의 정기보수 완료에 따른 마진 감소로 전기비 대비 대폭 하락한 1,472억원(QoQ -40.3%)을 발표했다.

>>> 4분기 실적, 3분기보다 하락하나 견조한 수준 예상

동사는 낮은 글로벌 재고 및 제한된 공급 증가로 4분기 정유부분 수익성이 견조한 수준을 유지할 것으로 전망하였다. 또한 동절기 난방유 수요 증가 및 여행 수요 회복 지속으로 등유 및 항공유의 마진이 지속 지지될 것으로 보고 있다. 그러나 10월 Spot 기준에서 보면, 전월 원유가 대비 주요 제품들의 마진 약세가 이어지고 있다. 계절성에 따른 등유 및 견조한 항공유 수요가 예상되지만, Fuel Oil의 마진 감소가 두드러져 전체 정제마진은 3분기 대비 낮은 수준인 3,020억원을 추정한다.

>>> 정유 수요 둔화에 따른 PBR 하락세 지속 예상

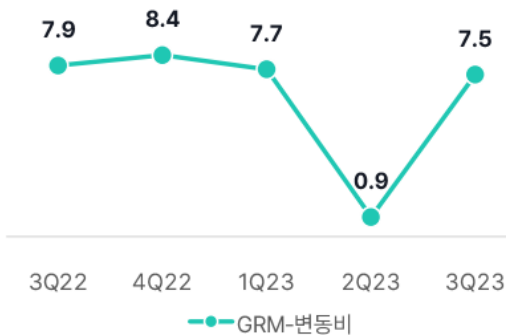
EV 침투율 증가 속에 ICE 연료인 정유제품 수요 둔화가 예상되는 가운데 과거 약 10여년간 진행된 아시아 정유사들의 영구 성장률(g) 할인이 지속되는 구간으로 이해하며 이에 따라 PBR 하락세는 당분간 지속될 것으로 예상된다. 이것이 정유업에 대한 Underweight 의견을 유지하는 이유이다. 또한 동사는 Shaheen Project 진행에 따른 대규모 CAPEX의 약 70%를 내부 자금으로 충당할 계획을 가지고 있어 당분간 배당 추가 상승 여력이 제한될 수 있는 구간으로 판단하며 국내 NCC 업체 밸류에이션을 감안할 때 Shaheen은 당사 밸류에이션의 희석 요인이 될 수 있다. 단기적으로 3분기뿐 아니라 4분기 비교적 견조한 영업이익을 예상함에도 동사에 대하여 Marketperform 의견 및 목표주가를 유지하는 이유이다. 4분기 실적 및 원유가 변화에 따른 단기 Trading 관점에서의 매매전략을 추천한다.

분기별 Spread(전월 원재료 대비 Spot 마진)

구분	제품간 비교	2022	2023	YoY	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	QoQ	YoY
정유제품 (USD/bbl)	휘발유-Dubai	13	12	-13%	(7)	(4)	14	8	21	(0)	-102%	-90%
	경유-Dubai	33	22	-32%	23	28	24	10	37	23	-39%	-19%
	등유(항공유)-Dubai	28	21	-25%	18	26	24	11	35	19	-46%	-26%
	납사-Dubai	(8)	(9)	9%	(29)	(16)	(3)	(13)	(4)	(13)	205%	-18%
	Bunker-Dubai	(19)	(12)	-36%	(41)	(34)	(19)	(13)	2	(19)	-1037%	-46%
	3-2-1	59	45	-23%	9	20	52	25	79	22	-72%	11%
	2-1-1	46	34	-26%	16	24	38	18	58	22	-62%	-7%
기초유분 (USD/MT)	에틸렌-납사	225	170	-24%	129	153	187	165	172	163	-6%	6%
	에틸렌-에탄가스	794	699	-12%	624	643	735	713	649	716	10%	11%
	프롤핀-납사	192	185	-4%	104	154	234	170	177	136	-23%	-11%
	부타디엔-납사	312	306	-2%	333	114	418	250	241	375	55%	230%
	벤젠-납사	323	314	-3%	309	130	263	329	336	398	18%	207%
	플루렌-납사	418	451	8%	523	391	347	436	612	351	-43%	-10%
	자일렌-납사	259	333	28%	316	328	262	302	433	376	-13%	15%
중간원료	PX-자일렌	45	45	0%	(85)	(84)	72	46	76	(39)	-151%	-53%
	PX-납사	291	373	28%	302	283	318	376	444	354	-20%	25%
	SM-벤젠	72	86	20%	(209)	160	194	20	103	0	-100%	-100%

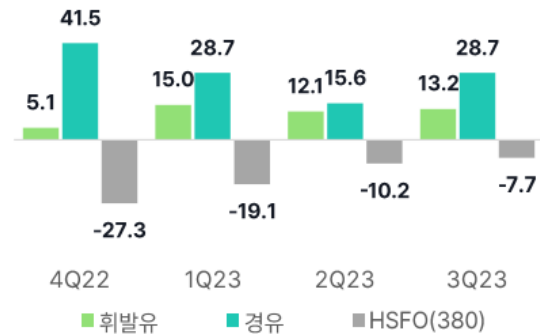
자료: Bloomberg, Ciscem, Petronet, 키움증권 리서치센터

싱가폴 GRM-변동비 추이



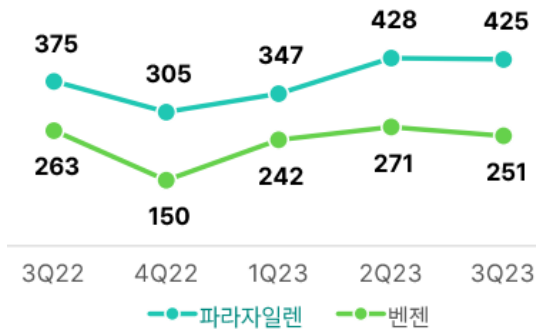
자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

두바이 원유 대비 제품가 스프레드 추이 (\$/bbl)



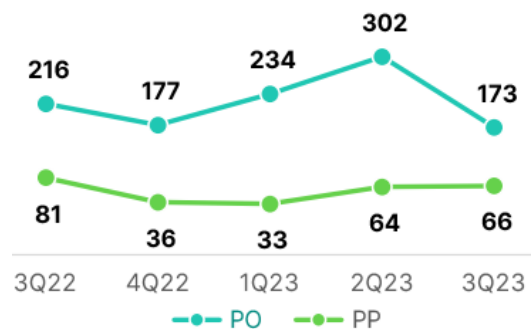
자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

납사대비 Aromatics 마진 추이



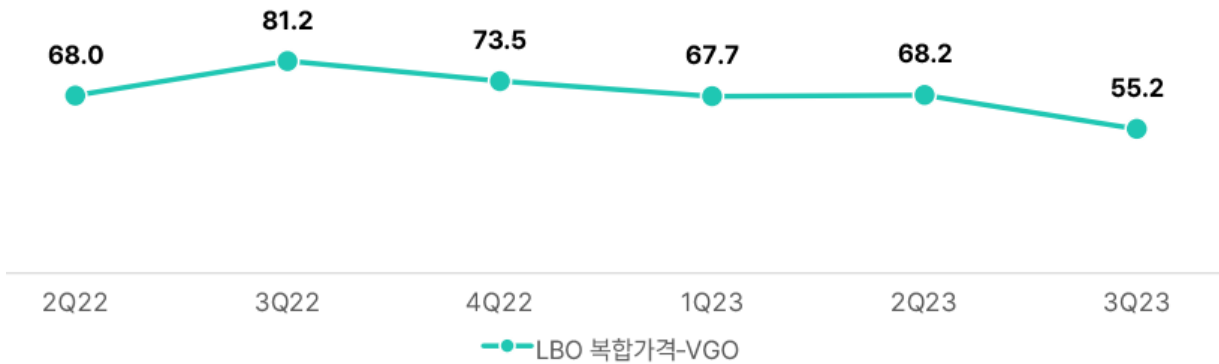
자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

PO 및 PP 마진 추이



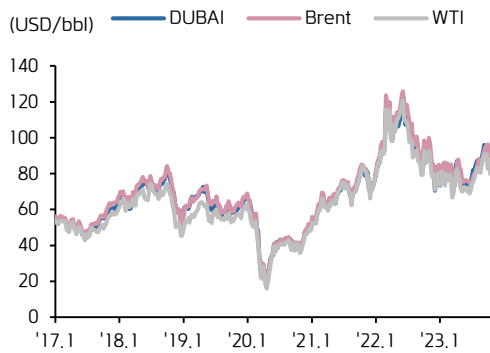
자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

분기별 LBO 복합가격-VGO 마진 추이



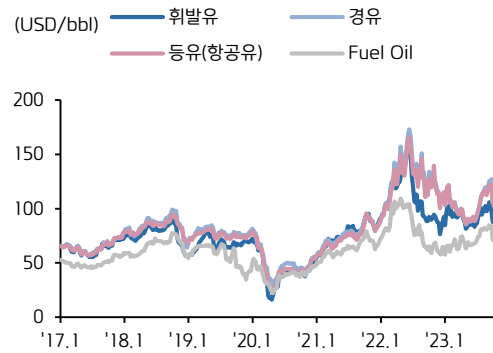
자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

원유 가격 추이



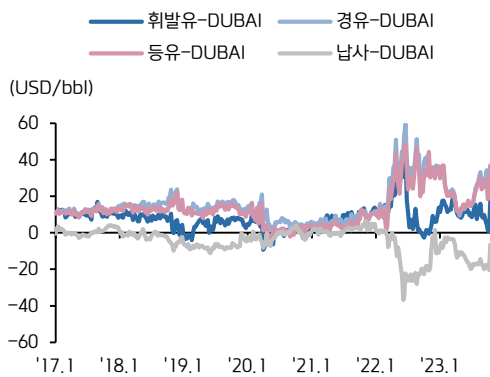
자료: Bloomberg, Cischem, Petronet, 키움증권 리서치센터

주요 석유제품 가격 추이



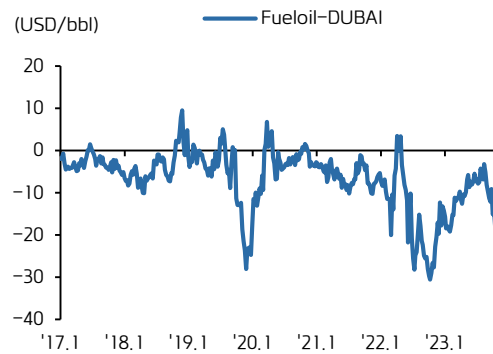
자료: Bloomberg, Cischem, Petronet, 키움증권 리서치센터

주요 석유제품 Dubai유 대비 마진 추이



자료: Bloomberg, Cischem, Petronet, 키움증권 리서치센터

Fuel Oil Dubai유 대비 마진 추이



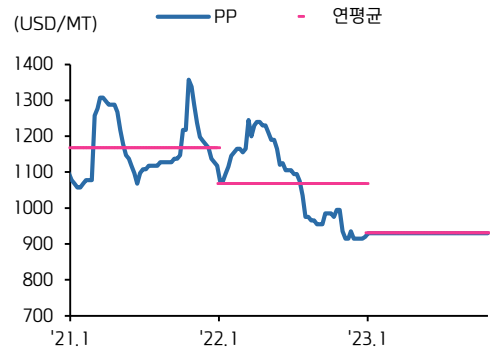
자료: Bloomberg, Cischem, Petronet, 키움증권 리서치센터

PX 가격 추이



자료: Bloomberg, Cischem, Petronet, 키움증권 리서치센터

PP 가격 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	35,971.2	37,769.8	39,771.6
매출원가	24,695.2	38,291.4	33,528.0	34,938.2	37,385.8
매출총이익	2,768.7	4,154.6	2,443.2	2,831.6	2,385.7
판관비	627.8	749.4	730.0	810.7	862.7
영업이익	2,140.9	3,405.2	1,713.2	2,020.9	1,523.0
EBITDA	2,792.7	4,055.0	2,343.6	2,730.9	2,401.9
영업외손익	-262.9	-506.6	-399.0	-432.7	-671.3
이자수익	9.0	31.0	71.4	75.6	116.1
이자비용	109.8	151.1	213.1	291.0	396.2
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	1,314.2	1,588.2	851.7
법인세비용	499.5	794.2	360.1	435.1	233.4
계속사업순이익	1,378.5	2,104.4	954.2	1,153.1	618.4
당기순이익	1,378.5	2,104.4	954.2	1,153.1	618.4
지배주주순이익	1,378.5	2,104.4	954.2	1,153.1	618.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	63.2	54.6	-15.3	5.0	5.3
영업이익 증감율	흑전	59.1	-49.7	18.0	-24.6
EBITDA 증감율	흑전	45.2	-42.2	16.5	-12.0
지배주주순이익 증감율	흑전	52.7	-54.7	20.8	-46.4
EPS 증감율	흑전	52.7	-54.7	20.8	-46.4
매출총이익률(%)	10.1	9.8	6.8	7.5	6.0
영업이익률(%)	7.8	8.0	4.8	5.4	3.8
EBITDA Margin(%)	10.2	9.6	6.5	7.2	6.0
지배주주순이익률(%)	5.0	5.0	2.7	3.1	1.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,377.4	9,206.0	8,522.5	8,973.3	10,665.9
현금 및 현금성자산	1,945.5	1,310.3	2,170.2	2,259.8	3,543.4
단기금융자산	26.0	167.2	209.0	261.3	326.6
매출채권 및 기타채권	2,840.8	2,964.4	2,512.2	2,637.8	2,777.6
재고자산	3,545.3	4,733.2	3,597.1	3,777.0	3,977.2
기타유동자산	19.8	30.9	34.0	37.4	41.1
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	20,199.1	22,989.6	26,303.2
유동부채	8,505.0	8,213.2	8,058.2	8,443.8	9,863.9
매입채무 및 기타채무	5,252.9	4,752.1	4,347.2	4,232.8	4,452.9
단기금융부채	2,891.2	2,608.4	2,858.4	3,358.4	4,558.4
기타유동부채	360.9	852.7	852.6	852.6	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	10,974.7	12,860.3	15,780.5
자본지분	6,988.0	8,483.5	9,224.4	10,129.3	10,522.8
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	7,561.3	8,458.0	8,843.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,988.0	8,483.5	9,224.4	10,129.3	10,522.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,477.2	1,278.9	2,951.2	1,472.0	1,626.2
당기순이익	1,378.5	2,104.4	954.2	1,153.1	618.4
비현금항목의 가감	1,248.3	1,633.8	1,140.4	1,412.2	1,617.9
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	510.2	702.3	739.3
영업활동자산부채증감	-966.7	-2,132.3	1,354.7	-446.5	-100.3
매출채권및기타채권의감소	-772.2	-386.2	452.2	-125.6	-139.8
재고자산의감소	-1,390.7	-1,337.5	1,136.0	-179.9	-200.2
매입채무및기타채무의증가	1,066.2	221.3	-404.9	-114.4	220.1
기타	130.0	-629.9	171.4	-26.6	19.6
기타현금흐름	-182.9	-327.0	-498.1	-646.8	-509.8
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	1,871.8
차입금의 증가(감소)	-281.4	-452.6	250.0	2,000.0	2,200.0
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	859.9	89.6	1,283.6
기초현금 및 현금성자산	737.4	1,945.5	1,310.3	2,170.2	2,259.8
기말현금 및 현금성자산	1,945.5	1,310.3	2,170.2	2,259.8	3,543.4

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)					
EPS	11,822	18,047	8,183	9,889	5,303
BPS	59,929	72,754	79,108	86,869	90,243
CFPS	22,527	32,059	17,962	22,000	19,178
DPS	3,800	5,500	1,900	2,200	2,000
주가배수(배)					
PER	7.2	4.6	8.4	6.9	12.9
PER(최고)	9.9	6.8	11.2		
PER(최저)	5.6	4.3	7.6		
PBR	1.43	1.15	0.86	0.79	0.76
PBR(최고)	1.96	1.69	1.16		
PBR(최저)	1.11	1.07	0.79		
PSR	0.36	0.23	0.22	0.21	0.20
PCFR	3.8	2.6	3.8	3.1	3.6
EV/EBITDA	4.9	3.3	4.7	4.7	5.9
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	31.0	29.4	22.4	21.5	36.4
배당수익률(%보통주, 현금)	4.4	6.6	2.8	3.2	2.9
ROA	8.0	11.0	4.8	5.3	2.5
ROE	21.8	27.2	10.8	11.9	6.0
ROIC	17.6	21.9	10.1	10.7	6.9
매출채권회전율	13.1	14.6	13.1	14.7	14.7
재고자산회전율	9.6	10.3	8.6	10.2	10.3
부채비율	167.5	131.2	119.0	127.0	150.0
순차입금비율	55.4	44.1	33.5	48.9	59.9
이자보상배율	19.5	22.5	8.0	6.9	3.8
총차입금	5,841.9	5,219.3	5,469.3	7,469.3	10,169.3
순차입금	3,870.4	3,741.8	3,090.1	4,948.2	6,299.3
NOPLAT	2,792.7	4,055.0	2,343.6	2,730.9	2,401.9
FCF	1,449.2	474.8	1,329.0	-1,319.3	-615.8

Compliance Notice

- 당사는 10월 30일 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

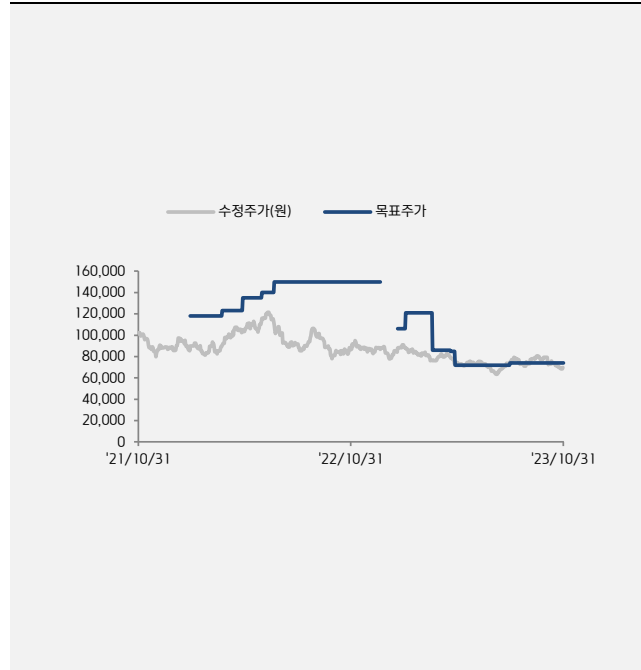
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	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
	2022-05-31	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-16.12	-13.21
담당자변경	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	-0.75	5.00
2023-07-31	Marketperform (Maintain)	74,000원	6개월	1.58	9.05	
2023-10-31	Marketperform (Maintain)	74,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

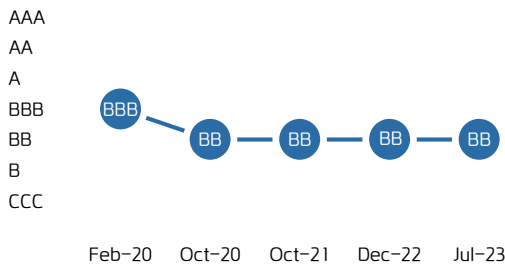
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/10/01~2023/09/30)

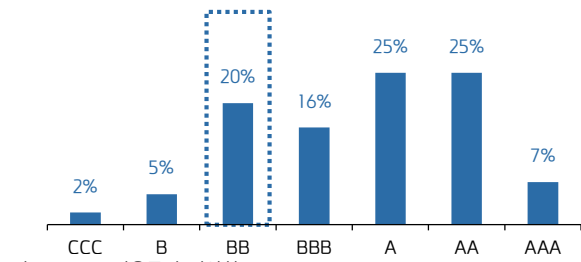
매수	중립	매도
96.99%	3.01%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
Universe: MSCI ACWI 지수 내 정유기업 44개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	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
	별다른 이슈 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 BERHAD	●●●●	●	●●●●	●●●	●	●●	A	▼
HD현대	●●●	●●●	●	●	●●	●●	BBB	◀▶
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