

Company Update

Analyst 이동욱
02) 6915-5671
treestump@ibks.com

매수 (유지)

| | |
|-------------|----------|
| 목표주가 | 105,000원 |
| 현재가 (11/28) | 69,900원 |

| | |
|---------------|------------|
| KOSPI (11/28) | 2,521.76pt |
| 시가총액 | 8,069십억원 |
| 발행주식수 | 116,605천주 |
| 액면가 | 2,500원 |
| 52주 최고가 | 91,100원 |
| 최저가 | 63,400원 |
| 60일 일평균거래대금 | 22십억원 |
| 외국인 지분율 | 77.0% |
| 배당수익률 (2023F) | 4.2% |

| | | | |
|--------|----------|--------|--|
| 주주구성 | | | |
| Aramco | Overseas | 63.43% | |
| 국민연금공단 | | 8.32% | |

| | | | |
|------|-----|-----|------|
| 추가상승 | 1M | 6M | 12M |
| 상대기준 | -7% | -5% | -21% |
| 절대기준 | 2% | -6% | -17% |

| | 현재 | 직전 | 변동 |
|---------|---------|---------|----|
| 투자이건 | 매수 | 매수 | - |
| 목표주가 | 105,000 | 105,000 | - |
| EPS(23) | 9,259 | 11,064 | ▼ |
| EPS(24) | 11,300 | 14,256 | ▼ |



본 조식분석자료는 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)

내년 정유 순증 물량, 올해 대비 증가하나.....

신규 증설 물량의 적시 가동 제한 전망

내년 세계 정제설비 순증 물량은 180만B/D로 올해 대비 12.5% 증가할 전망이다. 나이지리아/멕시코 등의 신규 정제설비가 가동에 들어갈 전망이며, 올해 가동이 예상되었던 일부 중등 증설분의 가동이 내년으로 지연될 것으로 예상되고, 폐쇄/전환 물량도 올해 대비 감소될 것으로 추정되기 때문이다.

다만 과거 사례를 참고하면, 신규 정제설비가 수출에 도달하기까지 1년 이상의 시간이 걸리며, 때로는 2년 이상이 필요하다. 또한 최근 15만B/D 이상의 정제설비는 상업 가동 지연과 매크로 변동성에 따른 투자비 증가 영향을 받고 있다. 또한 여전히 낮은 세계 석유제품 재고 수준 및 유럽의 러시아 규제에 의한 러시아 정제설비의 가동을 감축 효과 지속도 내년 수급에 긍정적인 영향을 줄 전망이다.

내년 PX 수급 개선 전망

내년 역내 PX 업황은 올해 대비 개선될 전망이다. 올해 630만톤의 역내 순증 물량이 내년에는 110만톤으로 80% 이상 감소하기 때문이다. 한편 전망인 TPA는 내년 생산능력은 1억1,616만톤으로 올해 대비 10% 이상 증가할 것으로 전망된다. 향후 폴리에스터 업황 회복 시 추가적인 스프레드 개선이 예상된다. 참고로 동사의 PX 생산능력은 190만톤으로 국내 3위 시장 점유율을 보유하고 있다.

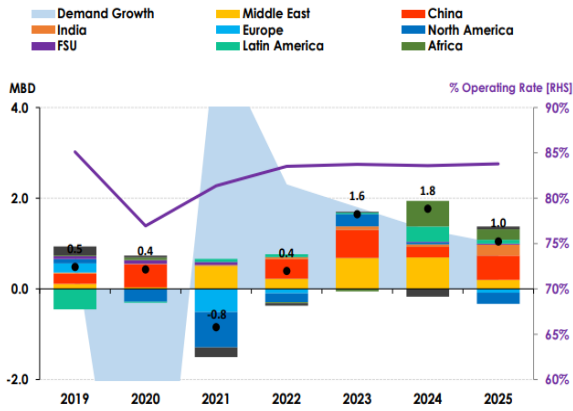
샤한 프로젝트, 다각화된 자금 조달 옵션 확보

동사의 신성장동력인 샤한 프로젝트는 올해부터 계획대로 진행 중에 있으며, 저부가스트림/원유 통합 및 화학 제품 수출 극대화로 상업화 후 전사 마진 개선에 기여할 전망이다. 또한 동사는 샤한 프로젝트의 총 투자금 중 71%는 영업활동을 통해 자체 조달하고, 나머지 29%는 최대주주 대여금/차입 등으로 조달하여 보수적인 업황을 가정 시에도 여전히 건전한 재무구조를 유지할 전망이다.

| (단위:십억원,배) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 27,464 | 42,446 | 36,916 | 45,585 | 46,072 |
| 영업이익 | 2,141 | 3,405 | 1,828 | 1,859 | 2,282 |
| 세전이익 | 1,878 | 2,899 | 1,463 | 1,809 | 2,232 |
| 지배주주순이익 | 1,379 | 2,104 | 1,080 | 1,318 | 1,626 |
| EPS(원) | 11,822 | 18,047 | 9,259 | 11,300 | 13,943 |
| 증가율(%) | -273.2 | 52.7 | -48.7 | 22.0 | 23.4 |
| 영업이익률(%) | 7.8 | 8.0 | 5.0 | 4.1 | 5.0 |
| 순이익률(%) | 5.0 | 5.0 | 2.9 | 2.9 | 3.5 |
| ROE(%) | 21.8 | 27.2 | 12.2 | 13.6 | 15.1 |
| PER | 7.2 | 4.6 | 7.6 | 6.2 | 5.0 |
| PBR | 1.4 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 4.9 | 3.3 | 5.1 | 5.0 | 4.2 |

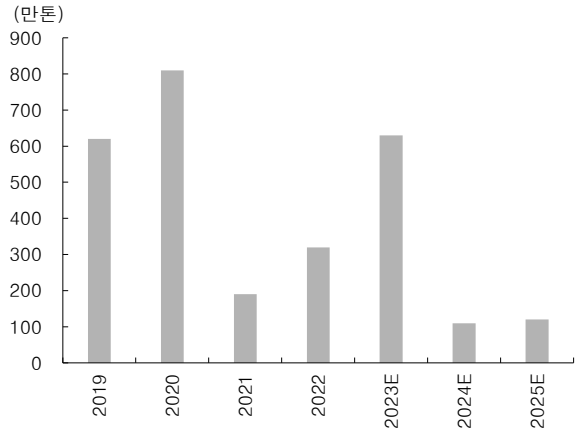
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 세계 정제설비 생산능력/수요 순증 추이/전망



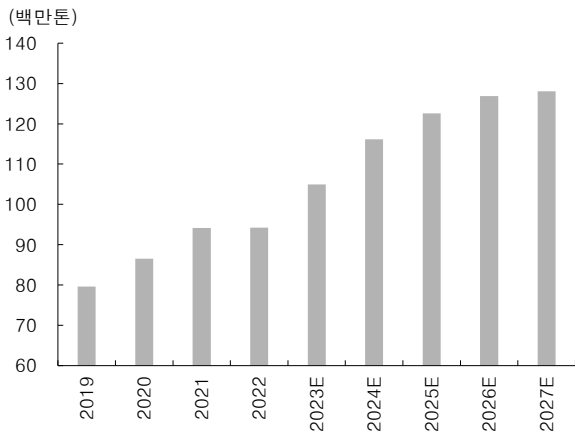
자료: FGE, EA, OEA, IEA, IBK투자증권

그림 2. 역내 PX 생산능력 순증 추이/전망



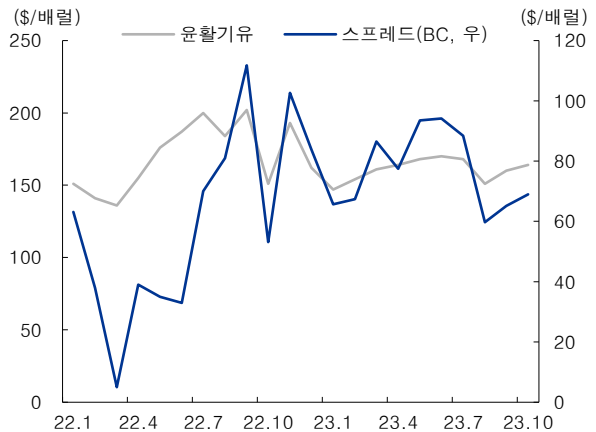
자료: 업계, IBK투자증권

그림 3. 세계 TPA 생산능력 추이/전망



자료: ICIS, IBK투자증권

그림 4. 국내 유탄기유 가격 및 스프레드 추이



자료: 페트로넷, IBK투자증권

표 1. S-Oil 실적 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|-------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 매출액 | 9,287 | 11,442 | 11,123 | 10,594 | 9,078 | 7,820 | 9,000 | 11,020 | 27,464 | 42,446 | 36,916 | 45,585 |
| 정유 | 7,179 | 9,252 | 9,016 | 8,558 | 7,277 | 6,000 | 7,199 | 9,027 | 20,191 | 34,005 | 29,503 | 37,298 |
| 석유화학 | 1,366 | 1,302 | 1,162 | 1,196 | 1,039 | 1,009 | 1,125 | 1,261 | 4,657 | 5,026 | 4,434 | 5,205 |
| 유탄기유 | 742 | 888 | 945 | 840 | 763 | 811 | 676 | 731 | 2,616 | 3,416 | 2,980 | 3,082 |
| 영업이익 | 1,332 | 1,722 | 512 | -160 | 516 | 36 | 859 | 417 | 2,141 | 3,405 | 1,828 | 1,859 |
| %OP | 14.3 | 15.0 | 4.6 | -1.5 | 5.7 | 0.5 | 9.5 | 3.8 | 7.8 | 8.0 | 5.0 | 4.1 |
| 정유 | 1,202 | 1,445 | 79 | -380 | 291 | -292 | 666 | 211 | 1,028 | 2,347 | 876 | 828 |
| 석유화학 | -66 | 18 | 56 | -57 | 29 | 82 | 45 | 52 | 277 | -49 | 209 | 254 |
| 유탄기유 | 195 | 259 | 377 | 280 | 196 | 247 | 147 | 154 | 1,002 | 1,110 | 743 | 777 |

자료: S-Oil, IBK투자증권

S-Oil (010950)

포괄손익계산서

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 27,464 | 42,446 | 36,916 | 45,585 | 46,072 |
| 증가율(%) | 63.2 | 54.6 | -13.0 | 23.5 | 1.1 |
| 매출원가 | 24,695 | 38,291 | 34,365 | 42,801 | 42,847 |
| 매출총이익 | 2,769 | 4,155 | 2,552 | 2,784 | 3,224 |
| 매출총이익률 (%) | 10.1 | 9.8 | 6.9 | 6.1 | 7.0 |
| 판매비 | 628 | 749 | 724 | 925 | 942 |
| 판매비율(%) | 2.3 | 1.8 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 영업이익 | 2,141 | 3,405 | 1,828 | 1,859 | 2,282 |
| 증가율(%) | -294.8 | 59.0 | -46.3 | 1.7 | 22.7 |
| 영업이익률(%) | 7.8 | 8.0 | 5.0 | 4.1 | 5.0 |
| 순금융손익 | -231 | -324 | -268 | -10 | -10 |
| 이자손익 | -101 | -120 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -130 | -204 | -268 | -10 | -10 |
| 기타영업외손익 | -34 | -182 | -98 | -40 | -40 |
| 중속/관계기업손익 | 2 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 세전이익 | 1,878 | 2,899 | 1,463 | 1,809 | 2,232 |
| 법인세 | 499 | 794 | 383 | 492 | 606 |
| 법인세율 | 26.6 | 27.4 | 26.2 | 27.2 | 27.2 |
| 계속사업이익 | 1,379 | 2,104 | 1,080 | 1,318 | 1,626 |
| 중단사업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 1,379 | 2,104 | 1,080 | 1,318 | 1,626 |
| 증가율(%) | -273.2 | 52.7 | -48.7 | 22.0 | 23.4 |
| 당기순이익률 (%) | 5.0 | 5.0 | 2.9 | 2.9 | 3.5 |
| 지배주주당기순이익 | 1,379 | 2,104 | 1,080 | 1,318 | 1,626 |
| 기타포괄이익 | 44 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 1,422 | 2,113 | 1,080 | 1,318 | 1,626 |
| EBITDA | 2,793 | 4,055 | 2,603 | 2,706 | 3,210 |
| 증가율(%) | -696.9 | 45.2 | -35.8 | 3.9 | 18.6 |
| EBITDA마진율(%) | 10.2 | 9.6 | 7.1 | 5.9 | 7.0 |

투자지표

| (12월 결산) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 11,822 | 18,047 | 9,259 | 11,300 | 13,943 |
| BPS | 59,929 | 72,754 | 78,819 | 86,979 | 97,789 |
| DPS | 3,800 | 5,500 | 2,950 | 2,950 | 2,950 |
| 밸류에이션(배) | | | | | |
| PER | 7.2 | 4.6 | 7.6 | 6.2 | 5.0 |
| PBR | 1.4 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 4.9 | 3.3 | 5.1 | 5.0 | 4.2 |
| 성장성지표(%) | | | | | |
| 매출증가율 | 63.2 | 54.6 | -13.0 | 23.5 | 1.1 |
| EPS증가율 | -273.2 | 52.7 | -48.7 | 22.0 | 23.4 |
| 수익성지표(%) | | | | | |
| 배당수익률 | 4.4 | 6.6 | 4.2 | 4.2 | 4.2 |
| ROE | 21.8 | 27.2 | 12.2 | 13.6 | 15.1 |
| ROA | 8.0 | 11.0 | 4.9 | 5.1 | 5.8 |
| ROIC | 13.4 | 19.0 | 8.3 | 8.8 | 10.1 |
| 안정성지표(%) | | | | | |
| 부채비율(%) | 167.5 | 131.2 | 165.7 | 163.8 | 156.9 |
| 순차입금 비율(%) | 54.6 | 43.4 | 54.9 | 53.5 | 46.6 |
| 이자보상배율(배) | 19.5 | 22.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 활동성지표(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 17.3 | 19.9 | 13.3 | 13.8 | 13.6 |
| 재고자산회전율 | 9.6 | 10.3 | 6.4 | 6.6 | 6.5 |
| 총자산회전율 | 1.6 | 2.2 | 1.7 | 1.8 | 1.6 |

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 8,377 | 9,206 | 12,885 | 13,963 | 15,423 |
| 현금및현금성자산 | 1,946 | 1,310 | 1,874 | 2,633 | 3,822 |
| 유가증권 | 11 | 151 | 0 | 0 | 0 |
| 매출채권 | 1,971 | 2,304 | 3,264 | 3,358 | 3,439 |
| 재고자산 | 3,545 | 4,733 | 6,761 | 6,958 | 7,124 |
| 비유동자산 | 10,316 | 10,407 | 11,539 | 12,788 | 13,874 |
| 유형자산 | 9,565 | 9,588 | 10,817 | 12,056 | 13,135 |
| 무형자산 | 108 | 106 | 98 | 91 | 84 |
| 투자자산 | 134 | 139 | 128 | 130 | 133 |
| 자산총계 | 18,693 | 19,613 | 24,424 | 26,752 | 29,297 |
| 유동부채 | 8,505 | 8,213 | 11,307 | 11,625 | 11,895 |
| 매입채무및기타채무 | 3,076 | 3,172 | 4,772 | 4,910 | 5,028 |
| 단기차입금 | 2,359 | 1,939 | 3,278 | 3,373 | 3,454 |
| 유동성장기부채 | 460 | 590 | 350 | 350 | 350 |
| 비유동부채 | 3,200 | 2,917 | 3,926 | 4,984 | 5,999 |
| 사채 | 2,736 | 2,427 | 2,427 | 2,427 | 2,427 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 870 | 1,909 | 2,909 |
| 부채총계 | 11,705 | 11,130 | 15,233 | 16,609 | 17,895 |
| 지배주주지분 | 6,988 | 8,483 | 9,191 | 10,142 | 11,403 |
| 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 | 7,535 | 8,487 | 9,747 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 6,988 | 8,483 | 9,191 | 10,142 | 11,403 |
| 비이자부채 | 5,936 | 5,990 | 8,309 | 8,550 | 8,756 |
| 총차입금 | 5,769 | 5,140 | 6,924 | 8,059 | 9,139 |
| 순차입금 | 3,813 | 3,678 | 5,049 | 5,425 | 5,318 |

현금흐름표

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름 | 1,477 | 1,279 | 401 | 2,062 | 2,475 |
| 당기순이익 | 1,379 | 2,104 | 1,080 | 1,318 | 1,626 |
| 비현금성 비용 및 수익 | 1,248 | 1,634 | 1,246 | 897 | 978 |
| 유형자산감가상각비 | 644 | 644 | 767 | 840 | 921 |
| 무형자산상각비 | 8 | 6 | 9 | 7 | 7 |
| 운전자본변동 | -967 | -2,132 | -1,120 | -153 | -129 |
| 매출채권등의 감소 | -772 | -386 | -943 | -96 | -80 |
| 재고자산의 감소 | -1,391 | -1,338 | -1,845 | -197 | -166 |
| 매입채무등의 증가 | 1,066 | 221 | 1,550 | 139 | 117 |
| 기타 영업현금흐름 | -183 | -327 | -805 | 0 | 0 |
| 투자활동 현금흐름 | 197 | -773 | -1,884 | -2,175 | -2,089 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -272 | -599 | -1,836 | -2,079 | -2,000 |
| 유형자산의 감소 | 175 | 30 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산의 감소(증가) | -12 | -1 | -2 | 0 | 0 |
| 투자자산의 감소(증가) | 327 | -140 | 257 | -3 | -2 |
| 기타 | -21 | -63 | -303 | -93 | -87 |
| 재무활동 현금흐름 | -466 | -1,142 | 2,046 | 872 | 803 |
| 차입금의 증가(감소) | -281 | -453 | 1,234 | 1,040 | 1,000 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -185 | -689 | 812 | -168 | -197 |
| 기타 및 조정 | 0 | 1 | 1 | 0 | -1 |
| 현금의 증가 | 1,208 | -635 | 564 | 759 | 1,188 |
| 기초현금 | 737 | 1,946 | 1,310 | 1,874 | 2,633 |
| 기말현금 | 1,946 | 1,310 | 1,874 | 2,633 | 3,822 |

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% | |

투자 등급 통계 (2022.10.01~2023.09.30)

| 투자 등급 구분 | 건수 | 비율(%) |
|------------------|-----|-------|
| 매수 | 145 | 91.8 |
| Trading Buy (중립) | 7 | 4.4 |
| 중립 | 6 | 3.8 |
| 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 | -30.99 | -23.14 | | | | | |
| | 2023.11.29 | 매수 | 105,000 | | | | | | | |