

S-Oil (010950)

실적, 주가 모두 바닥

투자의견	BUY (유지)
목표주가	83,000 원(하향)
현재주가	68,800 원(2/2)
시가총액	7,746 (십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

- '24~'25년 EPS 조정 반영해 목표주가 83,000원으로 7% 하향, 투자의견 BUY 유지
- 4Q23 매출액 9.8조원(+9%qoq, -7%yoy), 영업이익 76억원(-99%qoq, 흑전yoy), 당기순이익 2,098억원(-62%qoq, -8%yoy)으로 영업이익 컨센서스를 하회하는 부진한 실적 발표. 파생상품 영업외이익 반영으로 순이익은 감익 규모 최소화. 4Q 국제유가는 상하단 73~95달러의 극심한 변동성을 보였으며, 동사의 재고와 래깅마진에 부정적인 영향으로 작용. 그러나 회계처리 특성상 '24년 실적 관점에서는 오히려 긍정적으로 해석
- 1Q24 매출액 9.9조원(+1%qoq, +9%yoy), 영업이익 3,086억원(+3,977%qoq, -40%yoy) 전망. '24년 글로벌 정제 설비 증설 규모는 80~100만b/d(1% 수준)에 불과하며, 수요는 110~200만b/d(1~2%)로 수요 초과 시장 지속될 전망. '23년까지 이어졌던 PX 증설이 마무리된 점, 중국의 대만산 PX 관세 부과로 상대적인 메리트 부각이 예상된다는 점에서 분기 평균 3~4천억원 이상의 이익 체력이 유지될 것이라 판단. 밴드 하단 주가 감안해 매수 추천

주가(원,2/2)	68,800
시가총액(십억원)	7,746

발행주식수(천주)	112,583
52주 최고가(원)	89,000
최저가(원)	62,200
52주 일간 Beta	1.02
60일 일평균거래대금(억원)	151
외국인 지분율(%)	77.0
배당수익률(2023F, %)	2.3

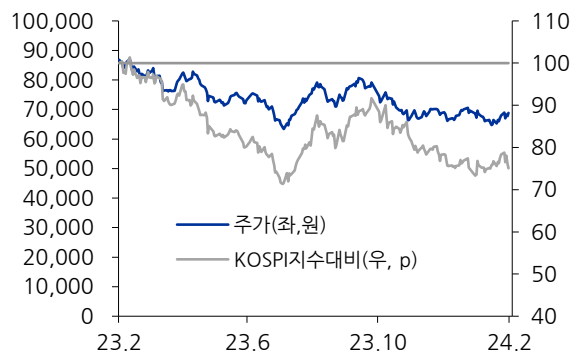
주주구성(%)	
Aramco (외 8인)	63.4
국민연금공단 (외 1인)	7.3

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	2.3	-8.8	-28.0
절대기준	0.3	-8.9	-22.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	83,000	89,000	▼
영업이익(24)	1,700	2,061	▼
영업이익(25)	1,872	2,159	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	42,446	35,727	39,924	41,613
영업이익	3,405	1,419	1,700	1,872
세전손익	2,899	1,196	1,563	1,762
당기순이익	2,104	998	1,202	1,351
EPS(원)	18,692	8,866	10,675	12,001
증감률(%)	52.7	-52.6	20.4	12.4
PER(배)	4.5	7.8	6.4	5.7
ROE(%)	27.2	11.5	12.9	13.0
PBR(배)	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	3.3	4.7	3.9	3.4

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 중국 수출 쿼터 예상 물량 및 영향

- 경질유 '24년 1차 수출 쿼터 1,900 만톤으로 '23년 1차 쿼터(1,899 만톤)와 동일
- 중국의 '24년 총 수출 쿼터 물량도 '23년(약 4천만톤)과 유사할 전망
- 단기적 수출물량 증가 폭 제한적일 전망
(춘절 연휴 전 리스타킹, 4~5월 200만b/d 국영 정유사 정기보수 영향)
- 실제 수출규모는 중국 내수 수요, 유종별 경제성 등에 따라 유동적일 것

Q. 사업부별 재고관련손익

- 정유: -1,520 억원 (연간 -860 억원)
- 석유화학: -30 억원 (연간 +90 억원)
- 윤활기유: +110 억원 (연간 -210 억원)

Q. 주주환원 정책

- 기업밸류업 프로그램 취지에 공감
- 주주가치 보호를 위해 대규모 PJT 진행 중임에도 불구하고, 배당성향 20% 이상 유지 결정
- 사한 프로젝트 완료 후에는 투자기간 중에도 배당성향 상향 가능할 것

Q. '24년 동절기 난방용 연료 수요 현황

- 초겨울 날씨 다소 온화해 '23.12까지는 난방유 수요 부진
 - 난방도일 유럽 전년비 20% 이상 감소
- 1월 북반구 기온 급감으로 난방유 수요 +10~20%yoy 전망
- 잔여 동절기 난방수요가 정제마진 지지할 전망

Q. 등경유 마진 전망

- 디젤: 낮은 재고수준, 아시아중동 봄철 정기보수 등으로 연초 견조한 시황 전망
- 항공유등유: 난방유 수요 + 중국 중심의 항공유 수요 성장이 제품 스프레드를 계속 지지할 전망

Q. 물류 차질 영향

- 홍해, 파나마 모두 당사에 직접적 영향 없음
- 홍해
 - 원유 95% 이상을 사우디 동부에서 호르무즈 해협을 통해 도입
 - 일부 원유도 희망봉을 통해 우회 중
 - 운임 증가 영향은 전체 규모 대비 미미
 - 제품 수출도 역내에서 진행
- 파나마
 - 브라질&美 서부항 수출에 영향 발생 중
 - 아시아 외 지역에서 브라질&美 서부에 수출 시 높은 프리미엄 발생 → 가격 인하 압박
 - 아시아 지역 정유사들에게 오히려 유리한 국면 전개 가능

Q. 친환경 원료 관련 사업계획

- 정부로부터 co-processing 규제특례승인 획득
- 초도물량 당사 공장에 투입 개시 ('23.1)
- 금년 중 친환경 인증 취득 및 제품 판매 본격화 예정
- 향후 co-processing 물량 점진 확대 계획
- 중장기적으로 별도의 재생연료 생산설비 투자도 검토 중

Q. '24~'26 CAPEX

- 사한 프로젝트에 집중 위해 기타 투자 최소화 계획
- 사한 프로젝트 '23년 말까지 1.65조원 집행, '24년 2.7조원 수준. 나머지 '25~'26년 집행 예정

Q. 투자세액공제

- '24년 600억원 수준
- '25~'26년 800억원 수준
- 정부 임시투자세액공제 '24년 말까지 연장 추진
 - 연장될 경우 '24년 공제액 600억원 → 1,700억원으로 증가 전망 (당기손익 반영)

Q. 윤활기유 전망

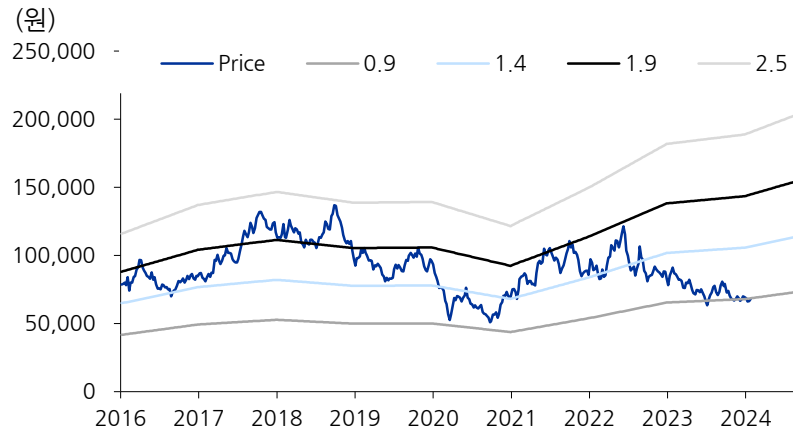
- 2024: 봄철 윤활유 교체, 여름철 드라이빙 시즌 등 전통적 성수기 기반 수요 증가
- 신규 증설 제한 → 견조한 시황 전망
- 1Q24: 정기보수로 공급 감소로 개선 전망. 단, 유가 방향성에 따른 래깅효과에 유의 필요
- 환경 규제 강화, 고품질 수요 강화로 Group II~III 중심 지속적 수요 증가 예상
- '25년 이후 일부 신증설 존재하나 가동 안정화 시점 예측 어려워 한동안 강세 전망

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)	수정전		수정후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	36,401	36,838	39,924	41,613	9.7	13.0
영업이익	2,061	2,159	1,700	1,872	(17.5)	(13.3)
영업이익률(%)	5.7	5.9	4.3	4.5	(1.4)	(1.4)
EBITDA	2,793	2,941	2,395	2,604	(14.2)	(11.5)
EBITDA 이익률(%)	7.7	8.0	6.0	6.3	(1.7)	(1.7)
순이익	1,479	1,571	1,202	1,351	(18.7)	(14.0)

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 3. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
매출액	9,078	7,820	9,000	9,830	9,883	9,865	10,041	10,135	35,727	39,924	41,613
정유	7,277	6,000	7,199	7,782	7,877	7,833	7,936	8,039	28,257	31,685	33,227
석유화학	1,039	1,009	1,125	1,212	1,249	1,261	1,312	1,338	4,385	5,159	5,211
운할유	763	811	676	836	758	771	794	758	3,085	3,080	3,175
영업이익	516	36	859	8	309	397	485	510	1,418	1,700	1,872
정유	291	(292)	666	(266)	49	129	212	232	399	622	738
석유화학	29	82	45	47	46	49	52	54	204	202	229
운할유	196	247	147	226	213	218	221	224	816	876	905
OPM(%)	5.7	0.5	9.5	0.1	3.1	4.0	4.8	5.0	4.0	4.3	4.5
정유	4.0	(4.9)	9.3	(3.4)	0.6	1.7	2.7	2.9	1.4	2.0	2.2
석유화학	2.8	8.1	4.0	3.9	3.7	3.9	4.0	4.1	4.6	3.9	4.4
운할유	25.7	30.4	21.8	27.0	28.1	28.3	27.8	29.5	26.4	28.4	28.5
세전이익	355	(34)	737	138	288	376	464	434	1,196	1,563	1,762
순이익	265	(22)	545	210	222	290	358	333	998	1,202	1,351

자료: S-OIL, 유진투자증권

S-Oil(010950.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	18,693	19,613	17,296	17,909	18,193
유동자산	8,377	9,206	7,039	7,578	7,317
현금성자산	1,973	1,494	1,097	940	399
매출채권	2,841	2,964	2,443	2,730	2,846
재고자산	3,545	4,733	3,484	3,893	4,058
비유동자산	10,316	10,407	10,257	10,331	10,876
투자자산	643	713	600	670	699
유형자산	9,565	9,588	9,556	9,564	10,086
기타	108	106	101	96	91
부채총계	11,705	11,130	8,491	8,088	7,290
유동부채	8,505	8,213	7,672	7,666	7,365
매입채무	5,253	4,752	4,211	4,705	4,904
유동성이자부채	2,893	2,609	2,609	2,109	1,609
기타	359	852	852	852	852
비유동부채	3,200	2,917	819	422	(76)
비유동이자부채	2,951	2,611	511	111	(389)
기타	250	306	308	311	314
자본총계	6,988	8,483	8,806	9,821	10,903
지배지분	6,988	8,483	8,806	9,821	10,903
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	5,334	6,829	7,186	8,202	9,284
기타	31	32	(4)	(4)	(4)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,988	8,483	8,806	9,821	10,903
총차입금	5,844	5,220	3,120	2,220	1,220
순차입금	3,871	3,726	2,022	1,279	821

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	1,477	1,279	885	1,238	1,481
당기순이익	1,379	2,104	998	1,202	1,351
자산상각비	652	650	695	695	732
기타비현금성손익	339	384	(2,037)	(457)	(521)
운전자본증감	(967)	(2,132)	1,229	(202)	(81)
매출채권감소(증가)	(772)	(386)	521	(287)	(115)
재고자산감소(증가)	(1,391)	(1,338)	1,249	(409)	(165)
매입채무증가(감소)	1,066	221	(541)	495	199
기타	130	(630)	0	0	0
투자현금	197	(773)	(641)	(709)	(1,254)
단기투자자산감소	(3)	(2)	0	0	0
장기투자증권감소	(8)	0	17	(11)	(4)
설비투자	(272)	(599)	(657)	(697)	(1,248)
유형자산처분	175	30	0	0	0
무형자산처분	(12)	(1)	(1)	(1)	(1)
재무현금	(466)	(1,142)	(640)	(687)	(769)
차입금증가	(281)	(453)	0	(500)	(500)
자본증가	(117)	(617)	(640)	(187)	(269)
배당금지급	(117)	(617)	640	187	269
현금 증감	1,208	(635)	(397)	(157)	(541)
기초현금	737	1,946	1,310	914	757
기말현금	1,946	1,310	914	757	215
Gross Cash flow	2,627	3,738	(344)	1,440	1,562
Gross Investment	767	2,904	(588)	910	1,335
Free Cash Flow	1,860	835	244	530	227

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	27,464	42,446	35,727	39,924	41,613
증가율(%)	63.2	54.6	(15.8)	11.7	4.2
매출원가	24,695	38,291	33,592	37,436	38,874
매출총이익	2,769	4,155	2,135	2,488	2,739
판매 및 일반관리비	628	749	717	788	867
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	2,141	3,405	1,419	1,700	1,872
증가율(%)	흑전	59.0	(58.3)	19.8	10.1
EBITDA	2,793	4,055	2,113	2,395	2,604
증가율(%)	흑전	45.2	(47.9)	13.3	8.7
영업외손익	(263)	(506)	(223)	(137)	(110)
이자수익	10	33	24	10	6
이자비용	110	151	138	82	53
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(163)	(388)	(109)	(65)	(63)
세전순이익	1,878	2,899	1,196	1,563	1,762
증가율(%)	흑전	54.3	(58.7)	30.7	12.8
법인세비용	499	794	198	361	411
당기순이익	1,379	2,104	998	1,202	1,351
증가율(%)	흑전	52.7	(52.6)	20.4	12.4
지배주주지분	1,379	2,104	998	1,202	1,351
증가율(%)	흑전	52.7	(52.6)	20.4	12.4
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	12,245	18,692	8,866	10,675	12,001
증가율(%)	흑전	52.7	(52.6)	20.4	12.4
수정EPS(원)	12,245	18,692	8,809	10,590	11,904
증가율(%)	흑전	52.7	(52.9)	20.2	12.4

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	12,245	18,692	8,866	10,675	12,001
BPS	59,929	72,754	75,516	84,223	93,507
DPS	3,800	5,500	1,600	2,300	2,400
밸류에이션(배, %)					
PER	7.0	4.5	7.8	6.4	5.7
PBR	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.9	3.3	4.7	3.9	3.4
배당수익률	4.4	6.6	2.3	3.3	3.5
PCR	3.8	2.6	-	5.6	5.1
수익성(%)					
영업이익률	7.8	8.0	4.0	4.3	4.5
EBITDA이익률	10.2	9.6	5.9	6.0	6.3
순이익률	5.0	5.0	2.8	3.0	3.2
ROE	21.8	27.2	11.5	12.9	13.0
ROIC	14.7	21.6	10.4	12.0	12.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	55.4	43.9	23.0	13.0	7.5
유동비율	98.5	112.1	91.8	98.9	99.3
이자보상배율	19.5	22.5	10.3	20.7	35.5
활동성(회)					
총자산회전율	1.6	2.2	1.9	2.3	2.3
매출채권회전율	13.1	14.6	13.2	15.4	14.9
재고자산회전율	9.6	10.3	8.7	10.8	10.5
매입채무회전율	6.1	8.5	8.0	9.0	8.7

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 기관투자자 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 당사에게 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/투자조건 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자조건 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

과거2년간 투자조건 및 목표주가 변동내역				과리율(%)		S-Oil(010950.KS) 주가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 황성현
추천일자	투자조건	목표가(원)	목표가격 대상비율	평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2022-02-28	Buy	140,000	1년	-32.4	-13.2	
2022-04-12	Buy	140,000	1년	-32.2	-13.2	
2022-04-28	Buy	140,000	1년	-32.7	-13.2	
2022-07-12	Buy	140,000	1년	-36.6	-23.9	
2022-07-29	Buy	140,000	1년	-36.8	-23.9	
2022-11-29	Buy	140,000	1년	-39.3	-36.1	
2023-01-16	Buy	133,000	1년	-38.4	-31.5	
2023-02-02	Buy	133,000	1년	-39.2	-34.5	
2023-04-28	Buy	80,000	1년	-10.9	-5.5	
2023-07-31	Buy	89,000	1년	-19.9	-9.3	
2023-10-31	Buy	89,000	1년	-23.6	-20.7	
2024-02-05	Buy	83,000	1년			