

S-Oil (010950)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

90,000

유지

현재주가

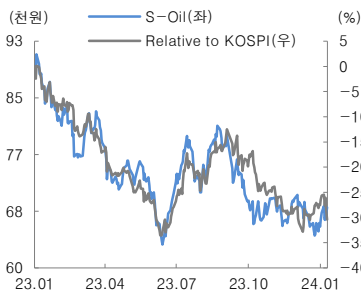
68,800

(24.02.02)

정유업종

KOSPI	2615.31
시가총액	7,942십억원
시가총액비중	0.41%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	88,300원 / 63,400원
120일 평균거래대금	196억원
외국인지분율	76.98%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 7인 63.43%
	국민연금공단 7.30%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.3	2.4	-8.9	-22.1
상대수익률	2.4	-8.3	-8.8	-26.4



단기 트레이딩 구간

- 재고평가손실, 정제마진 하락으로 정유OP -2,567억원 저조한 실적 기록
- 등/경유 마진 급등(25달러/배럴 이상)에 따른 정제마진 추정치 상향조정
- 23년 ROE 11.5%, PBR 0.9배 수준으로 역사적 저점 수준

투자 의견 매수, 목표주가 90,000원 유지

목표주가는 24년 예상 BPS 79,710원에 Target PBR 1.1배 적용. 23년 ROE 11.5% 대비 PBR 0.9배 수준으로 역사적 저점 수준.

4Q23 Review: 시장예상치에 부합한 실적 기록

동사의 정유부문 영업손실 -2,567억원 기록. 4Q23 유가하락에 따른 재고평가손실 -1,520억원 및 정제마진 하락(추정치 3Q23 10.4달러/배럴→4Q23 1.7달러/배럴, QoQ -83.7%)에 기인. 화학부문 470억원 기록. 전분기 정기보수에 따른 일회성 비용 410억원 감산 시, QoQ -45.6% 감소. 유회 부분 2,262억원 (QoQ +53.7%, YoY -19.2%) 기록. 원가 하락(HSF0 70.2달러/배럴, QoQ -12.8%)한 가운데, 그룹2(150N) 가격 상승(878.5달러/배럴, QoQ +6.8%)하며 스프레드 개선.

1Q24 Preview: 기존 추정치 대비 영업이익 상향 조정

1Q24 예상 OP 5,085억원(QoQ +6,679%, YoY -1.4%) 전망. 정유부문 예상 OP 2796억원(QoQ 흑자전환, YoY -3.8%) 전망. OSP 감산시 1Q24 예상 평균 유가 81.9달러/배럴로 23년 12월 81.3달러(OSP +4달러)와 유사하기 때문에 추가적인 대규모 재고평가손실 가능성 제한적. 등/경유 난방용 수요 상승에 따른 마진 급등(25달러/배럴 이상)으로 1Q24 정제마진 추정치 4.4달러/배럴로 상향조정.

유회 부문 예상 OP 1,814억원으로 24%의 견조한 마진을 유지 전망. 현재 HSF0 공급 증가에 따른 재고 상승으로 가격 약세 지속. 글로벌 유회유 대규모 증설이 부재한 가운데 원가 하락에 따른 스프레드 유지 전망

(단위: 십억원, %)

구분	4Q22	3Q23	직전추정	잠정치	4Q23			1Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	10,594	9,000	9,258	9,830	-7.2	9.2	9,249	9,099	0.2	-7.4
영업이익	-160	859	12	8	흑전	-99.1	84	508	-1	6,679
순이익	229	545	122	209	-8.5	-61.6	74	320	20.7	52.8

자료: S-Oil, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	27,464	42,446	35,727	34,860	36,603
영업이익	2,141	3,405	1,418	1,780	1,869
세전순이익	1,878	2,899	1,195	1,476	1,553
총당기순이익	1,379	2,104	998	1,093	1,150
지배지분순이익	1,379	2,104	998	1,093	1,150
BPS	59,929	72,754	75,825	79,710	84,082
PBR	1.4	1.1	0.9	0.9	0.8
ROE	21.8	27.2	11.5	12.1	12.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	35,155	34,491	35,727	34,860	1.6	1.1
판매비와 관리비	711	716	711	716	0.0	0.0
영업이익	1,423	1,583	1,418	1,780	-0.3	12.5
영업이익률	4.0	4.6	4.0	5.1	-0.1	0.5
영업외손익	-200	-287	-223	-304	적자유지	적자유지
세전순이익	1,222	1,296	1,195	1,476	-2.2	13.9
지배지분순이익	910	959	998	1,093	9.6	13.9
순이익률	2.6	2.8	2.8	3.1	0.2	0.4
EPS(지배지분순이익)	7,804	8,227	8,557	9,371	9.6	13.9

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

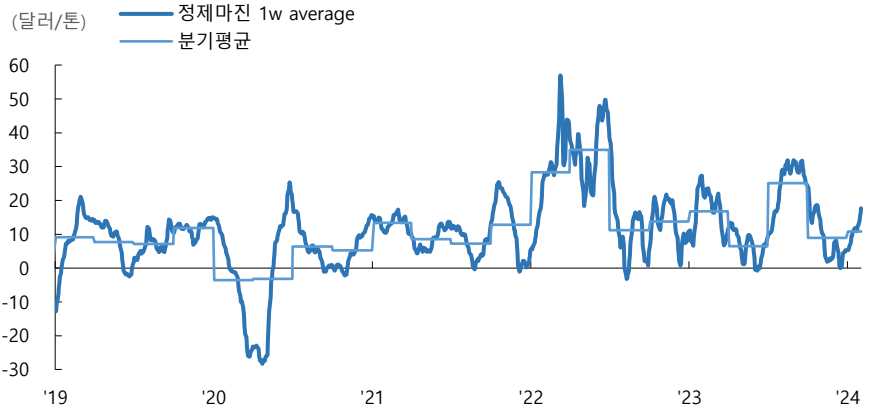
표 1. S-Oil 분기별 이익 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	9,077.6	7,819.6	8,999.6	9,830.4	9,099.0	8,611.5	8,551.7	8,597.9	42,446.0	35,727.2	34,860.1
정유	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,100.0	6,587.6	6,552.8	6,643.1	34,004.9	28,257.2	26,883.5
석유화학	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,255.5	1,301.0	1,294.8	1,269.2	5,025.5	4,384.7	5,120.5
유탄기유	762.5	810.5	676.1	836.3	743.6	722.9	704.1	685.5	3,415.5	3,085.4	2,856.1
영업이익	515.7	36.4	858.9	7.5	508.5	452.5	423.6	395.5	3,405.2	1,418.5	1,780.2
영업이익률(%)	5.7%	0.5%	9.5%	0.1%	5.6%	5.3%	5.0%	4.6%	8.0%	4.0%	5.1%
정유	290.6	-292.1	666.2	-265.7	279.6	236.5	204.9	189.8	2,344.3	399.0	910.9
영업이익률(%)	4.0%	-4.9%	9.3%	-3.4%	3.9%	3.6%	3.1%	2.9%	6.9%	1.4%	3.4%
석유화학	29.3	82.0	45.4	47.0	47.5	55.3	56.1	52.0	-49.8	203.7	210.9
영업이익률(%)	2.8%	8.1%	4.0%	3.9%	3.8%	4.2%	4.3%	4.1%	-1.0%	4.6%	4.1%
유탄기유	195.8	246.5	147.2	226.2	181.4	160.7	162.6	153.7	1,110.7	815.7	658.4
영업이익률(%)	25.7%	30.4%	21.8%	27.0%	24.4%	22.2%	23.1%	22.4%	32.5%	26.4%	23.1%
세전이익	354.9	-33.8	737.0	137.6	454.2	345.2	279.6	397.9	2,898.5	1,195.7	1,476.9
지배주주순이익	265.3	-22.4	545.4	209.8	336.1	255.5	206.9	294.5	2,104.4	998.2	1,093.0
% YoY											
매출액	-2.3	-31.7	-19.1	-7.2	0.2	10.1	-5.0	-12.5	54.6	-15.8	-2.4
정유	1.4	-35.1	-20.2	-9.1	-2.4	9.8	-9.0	-14.6	68.4	-16.9	-4.9
석유화학	-24.0	-22.5	-3.2	1.4	20.9	28.9	15.1	4.7	7.9	-12.8	16.8
유탄기유	2.8	-8.7	-28.5	-0.5	-2.5	-10.8	4.1	-18.0	30.6	-9.7	-7.4
영업이익	-61.3	-97.9	67.9	흑전	-1.4	1,142.5	-50.7	5,173.7	59.0	-58.3	25.5
정유	-75.8	적전	745.4	적지	-3.8	흑전	-69.2	흑전	158.2	-83.0	128.3
석유화학	흑전	355.6	-19.1	흑전	62.0	-32.6	23.6	10.7	적전	흑전	3.5
유탄기유	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.3	-26.6	-19.3
세전이익	-70.3	적전	흑전	-58.3	28.0	흑전	-62.1	189.2	54.3	-58.7	23.5
지배주주순이익	-69.5	적전	흑전	-8.3	26.7	흑전	-62.1	40.4	52.7	-52.6	9.5
% QoQ											
매출액	-14.3	-13.9	15.1	9.2	-7.4	-5.4	-0.7	0.5			
정유	-15.0	-17.5	20.0	8.1	-8.8	-7.2	-0.5	1.4			
석유화학	-13.1	-2.8	11.5	7.8	3.6	3.6	-0.5	-2.0			
유탄기유	-9.3	6.3	-16.6	23.7	-11.1	-2.8	-2.6	-2.6			
영업이익	흑전	-92.9	2,258.3	-99.1	6,679.7	-11.0	-6.4	-6.6			
정유	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-15.4	-13.3	-7.4			
석유화학	흑전	179.9	-44.6	3.5	1.0	16.4	1.5	-7.3			
유탄기유	-30.0	25.9	-40.3	53.7	-19.8	-11.4	1.2	-5.5			
세전이익	7.6	적전	흑전	-81.3	230.1	-24.0	-19.0	42.3			
지배주주순이익	15.9	적전	흑전	-61.5	60.2	-24.0	-19.0	42.3			

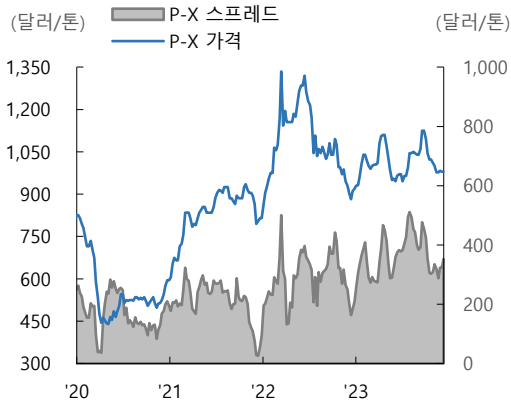
자료: S-Oil, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 래깅 정제마진 추이 및 분기평균



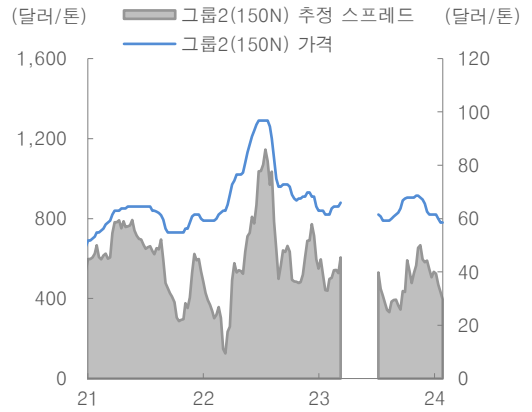
자료: Petronet, 대신증권 Research Center

그림 2. P-X 가격 및 스프레드 추이



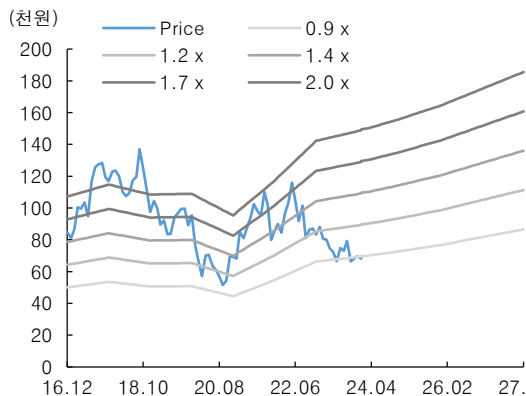
자료: Cischem, 대신증권 Research Center

그림 3. 그룹 2 윤활기유 가격 및 스프레드 추이



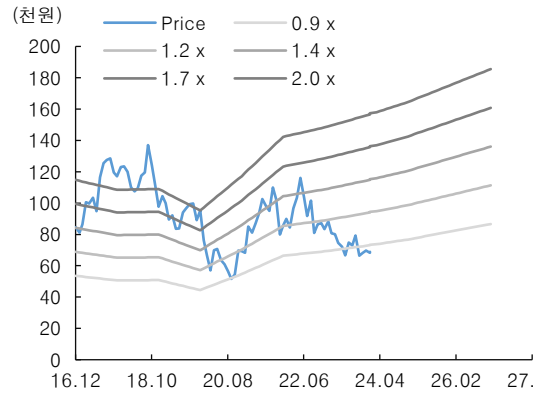
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. S-OIL Trailing PBR 밴드



자료:S-Oil, 대신증권 Research Center

그림 5. S-OIL Forward PBR 밴드



자료:S-Oil, 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	27,464	42,446	35,727	34,860	36,603
매출원가	24,695	38,291	33,598	32,364	33,982
매출총이익	2,769	4,155	2,129	2,496	2,621
판매비와관리비	628	749	711	716	752
영업이익	2,141	3,405	1,418	1,780	1,869
영업이익률	7.8	8.0	4.0	5.1	5.1
EBITDA	2,793	4,055	2,163	2,739	3,020
영업외손익	-263	-507	-223	-304	-316
관계기업손익	2	0	1	1	1
금융수익	129	432	269	254	248
외환관련이익	206	954	370	384	384
금융비용	-360	-757	-445	-469	-476
외환관련손실	250	605	268	301	301
기타	-34	-182	-48	-89	-89
법인세비용차감전순이익	1,878	2,899	1,195	1,476	1,553
법인세비용	-499	-794	-197	-384	-404
계속사업순이익	1,379	2,104	998	1,093	1,150
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,379	2,104	998	1,093	1,150
당기순이익률	5.0	5.0	2.8	3.1	3.1
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	1,379	2,104	998	1,093	1,150
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	4	1	1	1	1
포괄순이익	1,422	2,113	1,006	1,101	1,158
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
재배분포괄이익	1,422	2,113	1,006	1,101	1,158

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	11,822	18,047	8,557	9,371	9,859
PER	7.2	4.6	8.1	7.2	6.9
BPS	59,929	72,754	75,825	79,710	84,082
PBR	1.4	1.1	0.9	0.9	0.8
EBITDAPS	23,951	34,776	18,550	23,492	25,900
EV/EBITDA	4.9	3.3	5.5	4.9	4.9
SPS	235,530	364,016	306,396	298,960	313,908
PSR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	22,527	32,059	20,447	25,938	28,347
DPS	3,800	5,500	5,500	5,500	5,500

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	63.2	54.6	-15.8	-2.4	5.0
영업이익 증가율	흑전	59.0	-58.3	25.5	5.0
순이익 증가율	흑전	52.7	-52.6	9.5	5.2
수익성					
ROC	13.4	20.2	9.1	9.2	8.5
ROA	12.5	17.8	7.3	8.7	8.4
ROE	21.8	27.2	11.5	12.1	12.0
안정성					
부채비율	167.5	131.2	120.3	129.2	133.9
순차입금비율	55.4	43.9	44.4	57.8	71.1
이자보상배율	19.5	22.5	16.2	10.6	10.7

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	8,377	9,206	7,897	7,544	7,209
현금및현금성자산	1,946	1,310	1,117	907	283
매출채권 및 기타채권	2,841	2,964	2,600	2,553	2,647
재고자산	3,545	4,733	3,984	3,887	4,082
기타유동자산	46	198	197	197	197
비유동자산	10,316	10,407	11,577	13,763	15,725
유형자산	9,565	9,588	10,856	13,008	14,932
관계기업투자금	38	36	37	38	38
기타비유동자산	713	783	684	717	755
자산총계	18,693	19,613	19,475	21,307	22,934
유동부채	8,505	8,213	7,717	7,868	8,015
매입채무 및 기타채무	5,253	4,752	4,250	4,396	4,536
차입금	2,359	1,939	1,939	1,939	1,939
유동상채무	460	590	590	590	590
기타유동부채	433	932	938	944	950
비유동부채	3,200	2,917	2,917	4,145	5,115
차입금	2,736	2,427	2,427	3,655	4,625
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	464	490	490	490	490
부채총계	11,705	11,130	10,633	12,013	13,130
자배지분	6,988	8,483	8,842	9,295	9,804
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	5,334	6,829	7,186	7,638	8,147
기타지분변동	31	32	33	33	34
비재배지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,988	8,483	8,842	9,295	9,804
순차입금	3,871	3,726	3,925	5,369	6,969

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,477	1,279	2,109	2,151	1,962
당기순이익	1,379	2,104	998	1,093	1,150
비현금항목의 가감	1,248	1,634	1,386	1,932	2,156
감가상각비	652	650	745	959	1,151
외환손익	37	-218	88	143	143
지분법평가손익	-2	0	0	0	0
기타	561	1,202	554	830	862
자산부채의 증감	-967	-2,132	-18	-340	-778
기타현금흐름	-183	-327	-257	-533	-565
투자활동 현금흐름	197	-773	-2,008	-3,108	-3,073
투자자산	313	-208	-6	-6	-7
유형자산	-97	-569	-2,007	-3,106	-3,070
기타	-20	4	5	5	5
재무활동 현금흐름	-466	-1,142	-712	516	258
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	728	870
장기차입금	-281	-453	0	500	100
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-117	-617	-640	-640	-640
기타	-68	-72	-72	-72	-72
현금의 증감	1,208	-635	-194	-210	-624
기초 현금	737	1,946	1,310	1,117	907
기말 현금	1,946	1,310	1,117	907	283
NOPLAT	1,572	2,472	1,184	1,317	1,383
FCF	1,939	2,522	-109	-860	-566

[Compliance Notice]

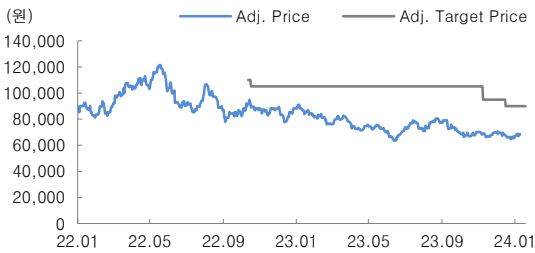
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 위정원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

S-Oil(010950) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.02.05	24.01.09	23.12.02	23.11.11	23.10.31	23.10.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	90,000	90,000	95,000	105,000	105,000	105,000
과리율(평균%)		(25.86)	(28.16)	(34.10)	(30.72)	(30.32)
과리율(최대/최소%)		(23.33)	(25.68)	(33.14)	(23.14)	(23.14)
제시일자	23.07.31	23.06.26	23.05.11	23.04.28	23.03.29	23.02.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
과리율(평균%)	(30.10)	(32.32)	(30.11)	(21.06)	(20.50)	(19.66)
과리율(최대/최소%)	(23.14)	(28.00)	(28.00)	(13.24)	(13.24)	(13.24)
제시일자	23.01.10	22.11.10	22.11.05			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	105,000	105,000	110,000			
과리율(평균%)	(17.96)	(18.04)	(14.91)			
과리율(최대/최소%)	(13.24)	(14.48)	(13.73)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240202)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.3%	9.7%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상