

2023. 10. 30

EV/모빌리티팀

조현렬

Senior Analyst

hyunryul.cho@samsung.com

김영욱

Research Associate

younguk1.kim@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	98,000원	43.3%
현재주가	68,400원	
시가총액	7.7조원	
Shares (float)	112,582,792주 (36.6%)	
52주 최저/최고	63,400원/94,900원	
60일-평균거래대금	260.7억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
S-Oil (%)	-13.6	-6.2	-20.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	-7.6	1.7	-20.5

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	98,000	98,000	0.0%
2023E EPS	10,024	10,338	-3.0%
2024E EPS	10,451	10,927	-4.4%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	15
Target price	97,600
Recommendation	3.9

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

S-Oil (010950)

3Q23 review - 동절기 수요 성수기 효과 기대

- 3Q 영업이익은 8,589억원으로 컨센서스(7,830억원) 10% 상회. 국제유가 상승에 따른 긍정적인 재고 효과 및 정제마진 개선이 이익 성장에 주효.
- 올 겨울 수요 성수기를 맞이할 디젤 및 등유 제품 중심의 정제마진 강세 지속 전망. 목표주가 및 BUY 투자의견 유지

WHAT'S THE STORY?

3Q23 review, 컨센서스 상회: 3Q 영업이익은 8,589억원(+2,258%QoQ)으로 컨센서스(7,830억원/+10%) 상회했으며, 당사 추정치(8,690억원/-1%)엔 부합. 정기보수에 따른 기회 손실 추가 발생(1,461억원)에도 불구하고 국제유가 상승에 따른 긍정적인 재고 효과(+2,343억원) 및 정제마진 개선에 힘입어 이익 크게 개선.

- **정유, 정제마진 및 유가 상승 영향:** 영업이익은 6,662억원(+9,583억원QoQ)을 기록. 스팟 정제마진(+8.0달러QoQ; 9.8달러→17.8달러)이 크게 회복했을 뿐만 아니라, 유가 지속 상승으로 래깅 효과도 보다 긍정적으로 작용(+7.0달러QoQ; -1.2달러→+5.8달러). 재고평가손익도 크게 개선(+2,960억원QoQ; -770억원→+2,190억원).
- **화학, 정기보수 영향:** 영업이익은 454억원(-45%QoQ)을 기록. 가솔린 시장 강세에 힘입어 아로마틱(벤젠 및 PX) 시장이 견조했으나, 정기보수 기회 손실(-390억원)로 인해 부진.
- **윤활기유, 정기보수 및 재고 효과:** 영업이익은 1,472억원(-40%QoQ) 예상. 정기보수에 따른 기회 손실(-410억원)과 여타 사업부 대비 원재료 가격 후행 반영에 따른 재고평가손실(110억원) 인식으로 부진.

4Q23 preview, 컨센서스 부합: 4Q 영업이익은 5,070억원(-41%QoQ)으로 컨센서스(5,310억원/-4%, Fn가이드) 부합 전망. 정유 부문의 재고평가이익(2,190억원)은 소멸되겠지만, 정기보수 기회 손실 효과(1,461억원) 소멸되어 이익 호조세 지속 전망.

View, 동절기 수요 성수기 효과 기대: 하절기 폭염에 따른 전력 수요 증가 효과가 소멸되었고, 가솔린 수요도 비수기 진입하여 최근 정제마진 조정세 시현. 다만, 러시아 제재 이후 원유 및 석유정제품 공급은 여전히 타이트한 상황이며, 이는 글로벌 정유제품의 저위 재고를 통해 확인 가능. 동절기 디젤 및 등유 수요 성수기 진입 시, 올 여름과 같은 원유 및 정유제품 수급 타이트 추가 발생 예상. 목표주가 및 BUY 투자의견 유지.

분기 실적

(십억원)	3Q23	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	9,000	-19.1	15.1	-16.4	-7.7
영업이익	859	67.9	2,258.4	-12	9.7
세전이익	737	흑전	흑전	-6.4	2.7
순이익	545	흑전	흑전	-4.6	-4.9
이익률 (%)					
영업이익	9.5				
세전이익	8.2				
순이익	6.1				

자료: S-Oil, Enguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2022	2023E	2024E
Valuation (배)			
P/E	4.6	6.8	6.5
P/B	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.3	4.6	4.8
Div yield (%)	6.6	4.7	4.7
EPS 증가율 (%)	52.7	-44.5	4.3
ROE (%)	27.2	13.1	12.5
주당지표 (원)			
EPS	18,047	10,024	10,451
BVPS	72,869	79,926	86,892
DPS	5,500	3,200	3,200

표 1. S-Oil: 3Q23 실적 요약

(십억원)	3Q23	2Q23	3Q22	Consensus	Samsung	증감 (%)			
						QoQ	YoY	Consensus	Samsung
매출액	9,000	7,820	11,123	9,746	10,762	15.1	-19.1	-7.7	-16.4
영업이익	859	36	512	783	869	2,258.4	67.9	9.7	-1.2
세전이익	737	-34	-26	718	787	RB	RB	2.7	-6.4
순이익	545	-22	-10	573	572	RB	RB	-4.9	-4.6
지배주주순이익	545	-22	-10	549	572	RB	RB	-0.6	-4.6
이익률 (%)									
영업이익	9.5	0.5	4.6	8.0	8.1				
세전이익	8.2	-0.4	-0.2	7.4	7.3				
순이익	6.1	-0.3	-0.1	5.9	5.3				
지배주주순이익	6.1	-0.3	-0.1	5.6	5.3				

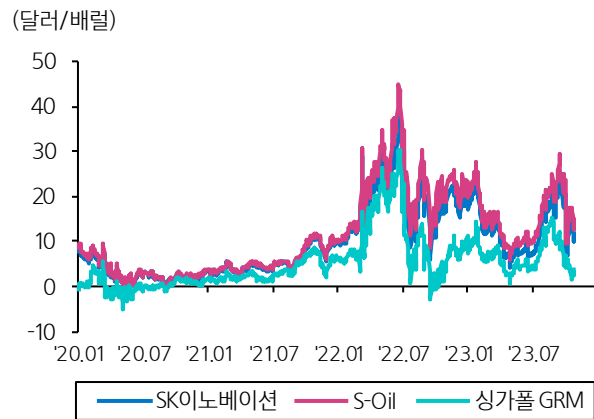
자료: S-Oil, FnGuide, 삼성증권 추정

표 2. S-Oil: 3Q23 사업부별 실적

(십억원)	3Q23	2Q23	3Q22	성장률 (% q-q)	성장률 (% y-y)
매출액	9,000	7,820	11,123	15.1	-19.1
정유	7,199	6,000	9,016	20.0	-20.2
석유화학	1,125	1,009	1,161	11.5	-3.2
유탄기유	676	811	945	-16.6	-28.5
영업이익	859	36	512	2,258.4	67.9
정유	666	-292	79	RB	745.0
석유화학	45	82	56	-44.6	-19.1
유탄기유	147	246	377	-40.3	-60.9
세전이익	737	-34	-26	RB	RB
당기순이익	545	-22	-10	RB	RB
이익률 (%)					
영업이익	9.5	0.5	4.6		
정유	9.3	-4.9	0.9		
석유화학	4.0	8.1	4.8		
유탄기유	21.8	30.4	39.8		
세전이익	8.2	-0.4	-0.2		
당기순이익	6.1	-0.3	-0.1		

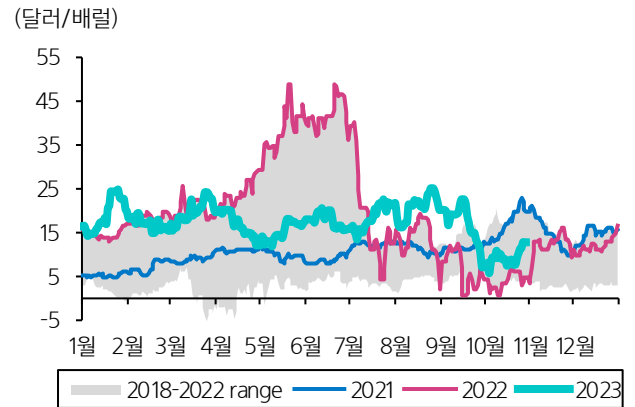
자료: S-Oil, 삼성증권

그림 1. 국내 정유 2사: 종합 마진 추이



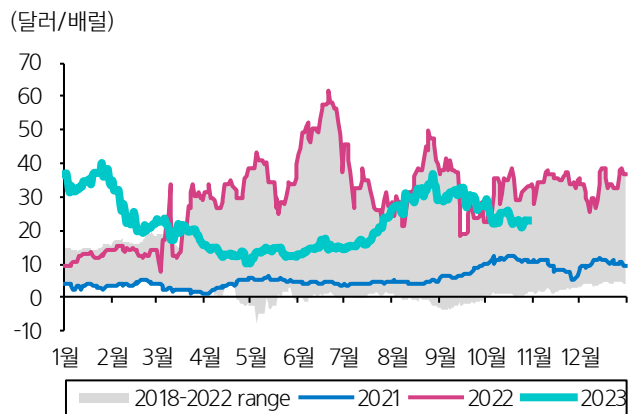
자료: 각 사, Datastream, 삼성증권

그림 2. 가솔린-두바이 원유 스프레드 (spot)



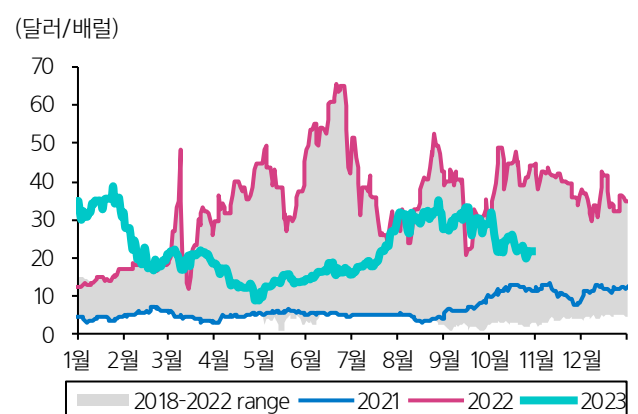
자료: Petronet, 삼성증권

그림 3. 등유-두바이 원유 스프레드 (spot)



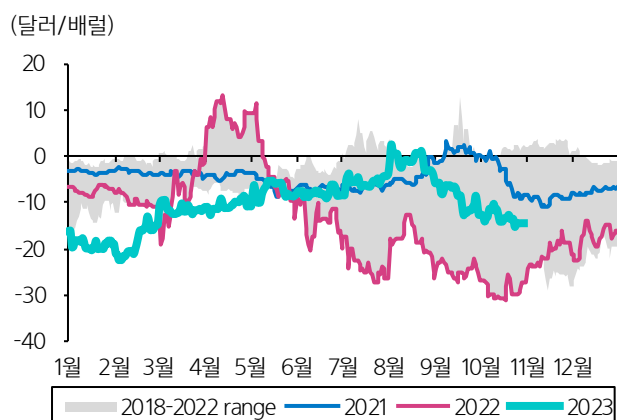
자료: Petronet, 삼성증권

그림 4. 디젤-두바이 원유 스프레드 (spot)



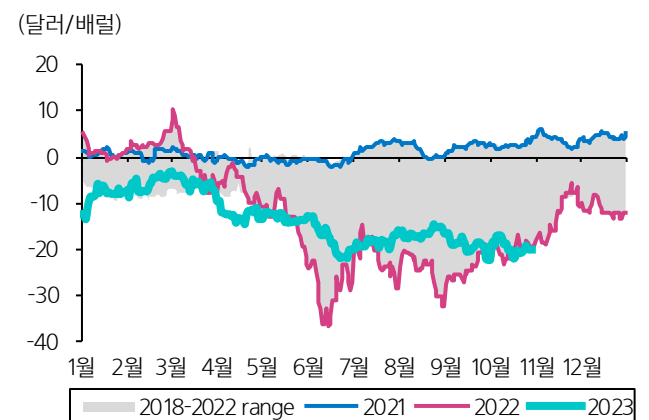
자료: Petronet, 삼성증권

그림 5. HSFO-두바이 원유 스프레드 (spot)



자료: Petronet, 삼성증권

그림 6. 나프타-두바이 원유 스프레드 (spot)



자료: Petronet, 삼성증권

표 3. S-Oil: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,315	1,312	1,312	1,145	1,292	1,304	1,270
매출액	9,287	11,442	11,123	10,594	9,078	7,820	9,000	9,462	27,464	42,446	35,359	36,587
성장률 (% q-q)	12.0	23.2	-2.8	-4.8	-14.3	-13.9	15.1	5.1				
성장률 (% y-y)	73.8	70.5	56.3	27.8	-2.3	-31.7	-19.1	-10.7	63.2	54.6	-16.7	3.5
정유	7,179	9,252	9,016	8,558	7,277	6,000	7,199	7,596	20,191	34,005	28,071	29,365
석유화학	1,366	1,302	1,161	1,196	1,039	1,009	1,125	1,122	4,657	5,026	4,294	4,356
윤활기유	742	888	945	840	763	811	676	744	2,616	3,416	2,993	2,865
영업이익	1,332	1,722	512	-160	516	36	859	507	2,141	3,405	1,918	1,666
성장률 (% q-q)	240.4	29.3	-70.3	BR	RB	-92.9	2,258.4	-40.9				
성장률 (% y-y)	111.7	201.6	-6.9	BR	-61.3	-97.9	67.9	RB	RB	59.0	-43.7	-13.1
정유	1,202	1,445	79	-382	291	-292	666	215	908	2,344	879	533
성장률 (% q-q)	426.9	20.2	-94.5	BR	RB	BR	RB	-67.8				
성장률 (% y-y)	251.5	847.5	-57.5	BR	-75.8	BR	745.0	RB	RB	158.1	-62.5	-39.4
석유화학	-66	18	56	-58	29	82	45	74	244	-50	231	291
성장률 (% q-q)	RR	RB	212.1	BR	RB	180.3	-44.6	62.8				
성장률 (% y-y)	BR	-86.6	-25.3	RR	RB	356.4	-19.1	RB	35.7	BR	RB	26.3
윤활기유	195	259	377	280	196	246	147	219	989	1,111	808	842
성장률 (% q-q)	-13.9	32.5	45.5	-25.8	-30.0	25.9	-40.3	48.5				
성장률 (% y-y)	3.4	-9.0	30.4	23.3	0.2	-4.8	-60.9	-21.8	132.5	12.3	-27.2	4.2
세전이익	1,196	1,399	-26	330	355	-34	737	512	1,878	2,899	1,570	1,635
성장률 (% q-q)	-36.3	17.0	BR	RB	-87.8	BR	RB	-30.6				
성장률 (% y-y)	156.0	155.0	BR	-15.2	-70.3	BR	RB	55.2	RB	520.5	31.3	360.7
순이익	871	1,014	-10	229	265	-22	545	381	1,379	2,104	1,169	1,219
성장률 (% q-q)	-36.8	16.5	BR	RB	-87.4	BR	RB	-30.2				
성장률 (% y-y)	152.6	146.9	BR	-20.7	-69.5	BR	RB	66.3	RB	510.5	34.2	359.3
지배주주순이익	871	1,014	-10	229	265	-22	545	381	1,379	2,104	1,169	1,219
이익률 (%)												
영업이익	14.3	15.0	4.6	-1.5	5.7	0.5	9.5	5.4	7.8	8.0	5.4	4.6
정유	16.7	15.6	0.9	-4.5	4.0	-4.9	9.3	2.8	4.5	6.9	3.1	1.8
석유화학	-4.8	1.4	4.8	-4.9	2.8	8.1	4.0	6.6	5.2	-1.0	5.4	6.7
윤활기유	26.3	29.2	39.8	33.3	25.7	30.4	21.8	29.4	37.8	32.5	27.0	29.4
세전이익	12.9	12.2	-0.2	3.1	3.9	-0.4	8.2	5.4	6.8	6.8	4.4	4.5
순이익	9.4	8.9	-0.1	2.2	2.9	-0.3	6.1	4.0	5.0	5.0	3.3	3.3

자료: S-Oil, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	27,464	42,446	35,359	36,587	34,483
매출원가	24,695	38,291	32,835	34,284	32,001
매출총이익	2,769	4,155	2,524	2,303	2,483
(매출총이익률, %)	10.1	9.8	7.1	6.3	7.2
판매 및 일반관리비	628	749	606	637	596
영업이익	2,141	3,405	1,918	1,666	1,887
(영업이익률, %)	7.8	8.0	5.4	4.6	5.5
영업외손익	-263	-507	-348	-31	-192
금융수익	129	432	-213	815	346
금융비용	360	757	152	392	446
지분법손익	2	-0	-0	-0	-0
기타	-34	-182	16	-454	-92
세전이익	1,878	2,899	1,570	1,635	1,695
법인세	499	794	401	416	432
(법인세율, %)	26.6	27.4	25.5	25.5	25.5
계속사업이익	1,379	2,104	1,169	1,219	1,264
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	1,379	2,104	1,169	1,219	1,264
(순이익률, %)	5.0	5.0	3.3	3.3	3.7
지배주주순이익	1,379	2,104	1,169	1,219	1,264
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	2,793	4,055	2,235	1,964	2,267
(EBITDA 이익률, %)	10.2	9.6	6.3	5.4	6.6
EPS (지배주주)	11,822	18,047	10,024	10,451	10,836
EPS (연결기준)	11,822	18,047	10,024	10,451	10,836
수정 EPS (원)*	11,822	18,047	10,024	10,451	10,836

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	1,477	1,279	2,092	2,236	2,106
당기순이익	1,379	2,104	1,169	1,219	1,264
현금유출입이없는 비용 및 수익	1,248	1,634	604	1,321	1,057
유형자산 감가상각비	644	644	311	293	375
무형자산 상각비	8	6	6	5	4
기타	596	984	287	1,022	677
영업활동 자산부채 변동	-967	-2,132	508	109	214
투자활동에서의 현금흐름	197	-773	-313	-966	-589
유형자산 증감	-97	-569	-250	-350	-350
장단기금융자산의 증감	345	-161	36	-6	11
기타	-52	-44	-99	-610	-249
재무활동에서의 현금흐름	-466	-1,142	-976	-405	-377
차입금의 증가(감소)	-263	-624	-603	2	-4
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-117	-617	-373	-408	-373
기타	-87	100	0	0	0
현금증감	1,208	-635	835	864	1,143
기초현금	737	1,946	1,310	2,145	3,009
기말현금	1,946	1,310	2,145	3,009	4,152
Gross cash flow	2,627	3,738	1,773	2,539	2,321
Free cash flow	1,205	680	1,842	1,886	1,756

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: S-Oil, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,377	9,206	8,515	9,446	10,073
현금 및 현금등가물	1,946	1,310	2,145	3,009	4,152
매출채권	1,971	2,304	1,712	1,617	1,379
재고자산	3,545	4,733	3,943	4,080	3,845
기타	916	859	716	740	698
비유동자산	10,316	10,407	10,329	10,383	10,350
투자자산	134	139	127	129	126
유형자산	9,565	9,588	9,527	9,584	9,558
무형자산	108	106	101	96	92
기타	508	574	574	574	574
자산총계	18,693	19,613	18,845	19,829	20,423
유동부채	8,505	8,213	6,674	6,839	6,557
매입채무	3,076	3,172	2,643	2,734	2,577
단기차입금	2,359	1,939	1,939	1,939	1,939
기타 유동부채	3,070	3,102	2,092	2,165	2,041
비유동부채	3,200	2,917	2,865	2,874	2,859
사채 및 장기차입금	2,736	2,427	2,427	2,427	2,427
기타 비유동부채	464	490	439	448	432
부채총계	11,705	11,130	9,540	9,713	9,416
지배주주지분	6,988	8,483	9,305	10,116	11,007
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	5,334	6,829	7,625	8,436	9,327
기타	31	32	57	57	57
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,988	8,483	9,305	10,116	11,007
순부채	3,871	3,726	2,318	1,452	314

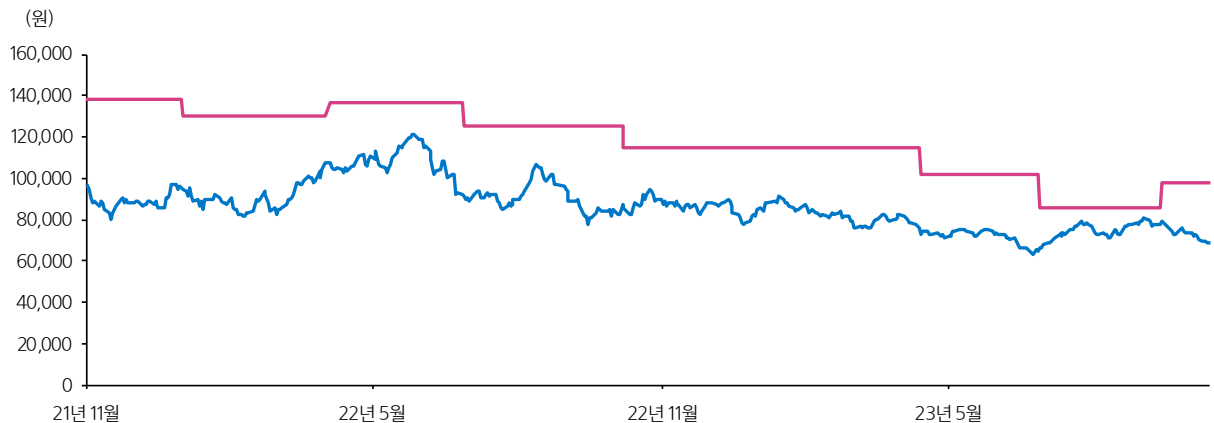
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	63.2	54.6	-16.7	3.5	-5.7
영업이익	흑전	59.0	-43.7	-13.1	13.3
순이익	흑전	52.7	-44.5	4.3	3.7
수정 EPS**	흑전	52.7	-44.5	4.3	3.7
주당지표					
EPS (지배주주)	11,822	18,047	10,024	10,451	10,836
EPS (연결기준)	11,822	18,047	10,024	10,451	10,836
수정 EPS**	11,822	18,047	10,024	10,451	10,836
BPS	60,024	72,869	79,926	86,892	94,545
DPS (보통주)	3,800	5,500	3,200	3,200	3,100
Valuations (배)					
P/E***	7.2	4.6	6.8	6.5	6.3
P/B***	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.9	3.3	4.6	4.8	3.6
비율					
ROE (%)	21.8	27.2	13.1	12.5	12.0
ROA (%)	8.0	11.0	6.1	6.3	6.3
ROIC (%)	14.7	21.4	12.0	10.7	12.3
배당성향 (%)	31.0	29.4	30.8	29.6	27.6
배당수익률 (보통주, %)	4.4	6.6	4.7	4.7	4.5
순부채비율 (%)	55.4	43.9	24.9	14.4	2.9
이자보상배율 (배)	19.5	22.5	-10.0	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 10월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 10월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/10/19	2022/1/14	4/18	7/12	10/21	2023/4/27	7/12	9/27
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	138000	130000	137000	125000	115000	102000	86000	98000
과리율 (평균)	-32.78	-30.02	-21.28	-27.30	-26.87	-29.82	-12.73	
과리율 (최대or최소)	-22.46	-17.31	-11.31	-14.80	-17.48	-25.88	-6.16	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

· 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.09.30

매수(80.4%)·중립(19.6%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA