



BUY (유지)

목표주가(12M) 110,000원(상향)
현재주가(2.02) 68,800원

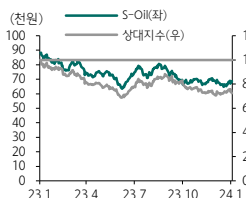
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,615.31
52주 최고/최저(원)	88,300/63,400
시가총액(십억원)	7,745.7
시가총액비중(%)	0.36
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	218.1
60일 평균 거래대금(십억원)	14.8
외국인지분율(%)	76.93
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 7 인	63.43
국민연금공단	7.30

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	35,200.2	35,809.6
영업이익(십억원)	1,496.9	1,834.2
순이익(십억원)	855.8	1,186.5
EPS(원)	7,340	10,176
BPS(원)	77,700	84,569

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	27,463.9	42,446.0	35,727.2	39,148.9
영업이익	2,140.9	3,405.2	1,418.5	2,276.0
세전이익	1,878.0	2,898.5	1,195.8	1,707.5
순이익	1,378.5	2,104.4	998.2	1,366.0
EPS	11,822	18,047	8,561	11,714
증감율	흑전	52.66	(52.56)	36.83
PER	7.25	4.62	8.13	5.79
PBR	1.43	1.15	0.90	0.80
EV/EBITDA	4.92	3.29	4.83	3.21
ROE	21.76	27.20	11.41	14.43
BPS	59,945	72,770	77,337	85,057
DPS	3,800	5,500	4,000	4,000



Analyst 윤재성 jsyoon@hanafn.com
RA 신용주 hongjushin@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 02월 05일 | 기업분석_Earnings Review

S-Oil (010950)

매수에 적절한 타이밍과 주가 레벨 도달

4Q23 영업이익 컨센 91% 하회

4Q23 영업이익은 76억원(QoQ -99%, YoY 흑전)으로 컨센(838억원)을 91% 하회했다. Dubai가 전분기 말 대비 약 20\$ 급락했고, 환율도 하락하며 전사에 걸쳐 약 1,440억원의 재고관련손실과 역래깅 효과가 발생한 영향이다. 당기순이익은 2,099억원을 기록했는데, 이는 1) 환율 하락에 따른 환차이익 1,623억원이 발생했고 2) 샤토프젝트 관련 투자세액공제 960억원이 법인세 비용을 감소시키는 방식으로 한 번에 반영되었기 때문이다.

1Q24 영업이익 대폭 개선 예상

1Q24 영업이익은 5,404억원(QoQ +7,030%, YoY +5%)을 추정한다. Dubai를 현재와 유사한 80\$로, 정제마진은 현재의 Spot 마진 13~14\$ 유지를 가정했다. 부문별 영업이익은 정유 +2,825억원, 석유화학 +706억원, 윤활기유 +1,873억원을 추정했다.

매수에 적절한 타이밍과 주가 레벨 도달

BUY를 유지하고, TP를 기존 10만원에서 11만원으로 상향한다. 1) Spot 정제마진이 4Q23 11\$에서 현재 13~14\$로 상승한 점과 2) 투자세액공제로 인한 법인세 비용 절감효과를 반영해 2024년 영업이익/순이익 추정치를 각각 +14%/+26% 상향한 영향이다. 회사 내부 요인과 외부 환경의 긍정적 변화에 따라 2024년 영업이익은 2.27조원(YoY +60%)으로 대폭 증가할 것으로 예상된다. 실적 턴어라운드 시현되는 1Q24가 적절한 매수 타이밍이며, 현 주가는 추정 ROE 14% 대비 PBR 0.8배의 절대 저평가 상태로 매수에 적절한 가격 대이기도 하다. 투자 포인트는 다음과 같다. 1) 전년의 대규모 정기보수에 따른 기회손실 -4.6천억원 효과가 소멸된다. 올해 정기보수는 No.1 CDU, No.1 윤활기유가 유일하다. 2) OSP 하향 효과가 대폭 반영된다. 이미 2월 사우디 OSP(Arab Light)는 1.5\$로 2023년 평균 3\$ 대비 낮다. 원유 시장의 분절화에 따른 사우디의 아시아 M/S 축소는 OSP의 구조적 하향을 견인할 것이다. 3) 2024~26년 샤토프젝트 관련 투자세액공제는 현재 600~800억원이나, 임시투자세액 공제 연장이 국회 승인 시 2024년 600억원은 1,700억원으로 급증한다. 4) 2024년 글로벌 PX/벤젠, 윤활기유의 증설은 급감하며 견조한 상황이 예상된다. 현재 S-Oil의 각 설비 가동률은 2023년 평균 대비 10%p 높아져 시황 호조의 수혜가 가능하다. 5) 2022~24년 누적 Capex는 5.5조원이며, 누적 EBITDA는 9.5조원이다. 2024년 Capex 3조원도 충분히 EBITDA 내에서 감당 가능하며, 업황 추가 개선 시 배당성향 상향 가능성도 배제할 수 없다. 6) 인도의 폭발적 Motorization, 중국의 정제설비 증설 제한 규제는 2024년 인도와 중국을 석유제품 순수입국으로 전환시킬 요소다. 이는 아시아 정제마진 강세를 전망하는 이유다. 미국/인도 정유사의 역사적 신고가 행진의 온기가 아시아 정유사에 전해질 날이 얼마 남지 않았다고 판단하며, 저점 매수를 권한다.

도표 1. S-Oil 4Q23 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q23P	3Q23	4Q22	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	9,830.4	8,999.6	10,594.0	-7.2	9.2	9,249.4	6.3
영업이익	7.6	858.9	-160.4	흑전	-99.1	83.8	-90.9
세전이익	137.7	737.0	329.7	-58.2	-81.3	N/A	N/A
순이익	209.9	545.4	228.9	-8.3	-61.5	73.9	184.0
영업이익률	0.1	9.5	-1.5	1.6	-9.5	0.9	-0.8
세전이익률	1.4	8.2	3.1	-1.7	-6.8	N/A	N/A
순이익률	2.1	6.1	2.2	0.0	-3.9	0.8	1.3

자료: 하나증권

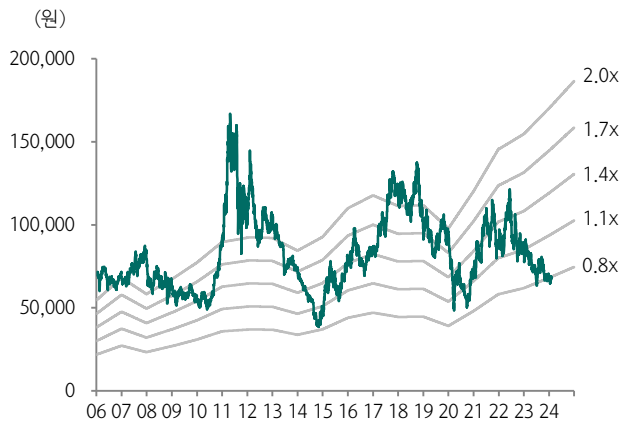
도표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2023F			2024F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	35,727.2	34,337.6	4.0	39,148.9	33,726.1	16.1
영업이익	1,418.5	1,462.3	-3.0	2,276.0	1,998.5	13.9
세전이익	1,195.8	1,198.4	-0.2	1,707.5	1,431.5	19.3
순이익	998.2	910.8	9.6	1,366.0	1,087.9	25.6
영업이익률	4.0	4.3	(0.3)	5.8	5.9	(0.1)
세전이익률	3.3	3.5	(0.1)	4.4	4.2	0.1
순이익률	2.8	2.7	0.1	3.5	3.2	0.3

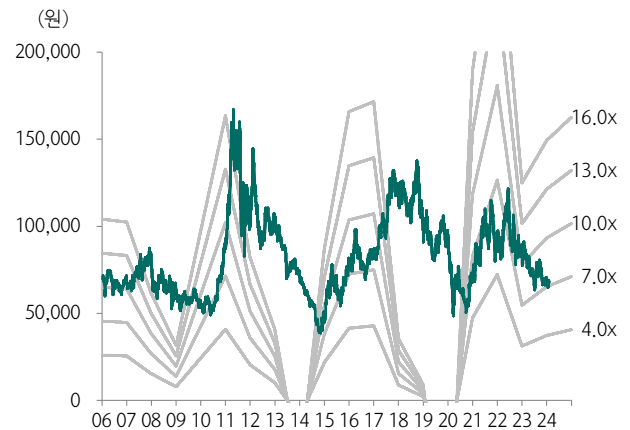
자료: 하나증권

도표 3. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 5.S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY2021	FY2022	FY2023P	FY2024F
매출액	9,077.6	7,819.6	8,999.6	9,830.4	9,718.2	9,572.6	9,928.9	9,929.1	27,463.8	42,446.0	35,727.2	39,148.9
QoQ(%)	-14.3%	-13.9%	15.1%	9.2%	-1.1%	-1.5%	3.7%	0.0%				
YoY(%)	-2.3%	-31.7%	-19.1%	-7.2%	7.1%	22.4%	10.3%	1.0%	63.2%	54.6%	-15.8%	9.6%
정유부문	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,743.0	7,554.7	7,954.9	7,883.6	20,190.7	34,004.9	28,257.2	31,136.1
석유화학부문	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,131.3	1,161.4	1,111.5	1,163.8	4,657.3	5,025.5	4,384.7	4,567.8
운할기유부문	762.5	810.5	676.1	836.3	844.0	856.6	862.6	881.8	2,615.8	3,415.5	3,085.4	3,445.0
영업이익	515.7	36.4	858.9	7.6	540.4	561.7	582.6	591.3	2,140.9	3,408.2	1,418.5	2,276.0
영업이익률(%)	5.7%	0.5%	9.5%	0.1%	5.6%	5.9%	5.9%	6.0%	7.8%	8.0%	4.0%	5.8%
QoQ(%)	흑전	-92.9%	2259.5%	-99.1%	7029.5%	3.9%	3.7%	1.5%				
YoY(%)	-61.3%	-97.9%	67.8%	흑전	4.8%	1443.1%	-32.2%	7701.2%	흑전	59.2%	-58.4%	60.4%
정유부문	290.6	-292.1	666.2	-265.7	282.5	293.1	305.7	301.6	908.2	2,346.6	399.1	1,182.9
영업이익률(%)	4.0%	-4.9%	9.3%	-3.4%	3.6%	3.9%	3.8%	3.8%	4.5%	6.9%	1.4%	3.8%
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	3.8%	4.3%	-1.3%				
YoY(%)	-75.8%	적전	745.1%	적지	-2.8%	흑전	-54.1%	흑전	흑전	158.4%	-83.0%	196.4%
석유화학부문	29.3	82.0	45.4	47.0	70.6	74.6	77.8	82.4	243.7	-48.8	203.7	305.4
영업이익률(%)	2.8%	8.1%	4.0%	3.9%	6.2%	6.4%	7.0%	7.1%	5.2%	-1.0%	4.6%	6.7%
QoQ(%)	흑전	179.9%	-44.6%	3.5%	50.3%	5.6%	4.4%	5.9%				
YoY(%)	흑전	355.6%	-19.1%	흑전	141.0%	-9.1%	71.3%	75.3%	33.9%	적전	흑전	49.9%
운할기유부문	195.8	246.5	147.2	226.2	187.3	194.0	199.1	207.3	989.0	1,110.5	815.8	787.8
영업이익률(%)	25.7%	30.4%	21.8%	27.1%	22.2%	22.6%	23.1%	23.5%	37.8%	32.5%	26.4%	22.9%
QoQ(%)	-29.9%	25.9%	-40.3%	53.7%	-17.2%	3.5%	2.6%	4.1%				
YoY(%)	0.2%	-4.8%	-60.9%	-19.1%	-4.3%	-21.3%	35.2%	-8.4%	132.1%	12.3%	-26.5%	-3.4%
당기순이익	265.3	-22.4	545.4	209.9	326.3	343.2	351.2	345.2	1,378.5	2,104.4	998.2	1,366.0
당기순이익률(%)	2.9%	-0.3%	6.1%	2.1%	3.4%	3.6%	3.5%	3.5%	5.0%	5.0%	2.8%	3.5%
QoQ(%)	15.9%	적전	흑전	-61.5%	55.5%	5.2%	2.3%	-1.7%				
YoY(%)	-69.5%	적전	흑전	-8.3%	23.0%	흑전	-35.6%	64.5%	흑전	52.7%	-52.6%	36.8%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	27,463.9	42,446.0	35,727.2	39,148.9	40,253.3
매출원가	24,695.2	38,291.4	33,210.2	35,930.0	36,955.4
매출총이익	2,768.7	4,154.6	2,517.0	3,218.9	3,297.9
판매비	627.8	749.4	1,098.5	942.9	883.8
영업이익	2,140.9	3,405.2	1,418.5	2,276.0	2,414.1
금융손익	(230.7)	(324.1)	(94.4)	(440.2)	(435.1)
종속/관계기업손익	1.8	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(34.0)	(182.3)	(128.4)	(128.4)	(128.4)
세전이익	1,878.0	2,898.5	1,195.8	1,707.5	1,850.6
법인세	499.5	794.2	197.5	341.5	370.1
계속사업이익	1,378.5	2,104.4	998.2	1,366.0	1,480.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,378.5	2,104.4	998.2	1,366.0	1,480.5
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	1,378.5	2,104.4	998.2	1,366.0	1,480.5
지배주주지분포괄이익	1,422.1	2,112.6	998.2	1,366.0	1,480.5
NOPAT	1,571.5	2,472.2	1,184.2	1,820.8	1,931.3
EBITDA	2,792.7	4,055.0	2,222.8	3,159.5	3,297.1
성장성(%)					
매출액증가율	63.19	54.55	(15.83)	9.58	2.82
NOPAT증가율	흑전	57.31	(52.10)	53.76	6.07
EBITDA증가율	흑전	45.20	(45.18)	42.14	4.36
영업이익증가율	흑전	59.05	(58.34)	60.45	6.07
(지배주주)순이익증가율	흑전	52.66	(52.57)	36.85	8.38
EPS증가율	흑전	52.66	(52.56)	36.83	8.39
수익성(%)					
매출총이익률	10.08	9.79	7.05	8.22	8.19
EBITDA이익률	10.17	9.55	6.22	8.07	8.19
영업이익률	7.80	8.02	3.97	5.81	6.00
계속사업이익률	5.02	4.96	2.79	3.49	3.68

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	11,822	18,047	8,561	11,714	12,697
BPS	59,945	72,770	77,337	85,057	93,276
CFPS	22,527	32,059	20,716	27,720	28,900
EBITDAPS	23,951	34,776	19,063	27,096	28,276
SPS	235,530	364,016	306,396	335,741	345,212
DPS	3,800	5,500	4,000	4,000	4,500
주가지표(배)					
PER	7.25	4.62	8.13	5.79	5.34
PBR	1.43	1.15	0.90	0.80	0.73
PCFR	3.80	2.60	3.36	2.45	2.35
EV/EBITDA	4.92	3.29	4.83	3.21	3.02
PSR	0.36	0.23	0.23	0.20	0.20
재무비율(%)					
ROE	21.76	27.20	11.41	14.43	14.24
ROA	8.02	10.99	5.21	7.05	7.19
ROIC	13.44	19.14	8.82	13.60	13.70
부채비율	167.50	131.19	107.53	102.11	94.39
순부채비율	55.40	43.92	30.00	23.18	19.61
이자보상배율(배)	19.50	22.53	10.56	18.03	19.10

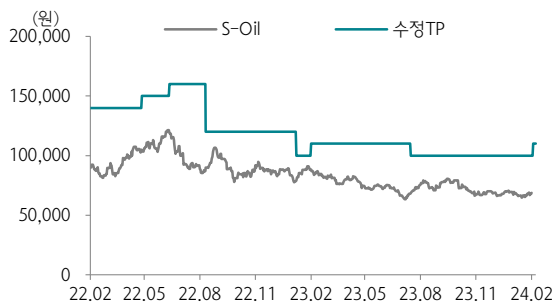
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	8,377.4	9,206.0	8,404.0	9,438.2	9,806.6
금융자산	1,972.8	1,493.9	1,912.7	2,325.1	2,492.9
현금성자산	1,945.5	1,310.3	1,758.2	2,155.8	2,318.8
매출채권	1,971.0	2,303.6	1,938.9	2,124.6	2,184.6
재고자산	3,545.3	4,733.2	3,983.9	4,365.5	4,488.7
기타유동자산	888.3	675.3	568.5	623.0	640.4
비유동자산	10,315.8	10,407.2	10,306.8	10,603.2	11,332.1
투자자산	134.2	138.5	127.9	133.3	135.1
금융자산	96.4	102.5	97.6	100.1	100.9
유형자산	9,564.8	9,588.0	9,503.9	9,799.7	10,531.3
무형자산	108.4	106.4	100.9	96.0	91.6
기타비유동자산	508.4	574.3	574.1	574.2	574.1
자산총계	18,693.2	19,613.1	18,710.9	20,041.4	21,138.7
유동부채	8,505.0	8,213.2	6,826.8	7,232.5	7,363.4
금융부채	2,893.5	2,608.7	2,006.3	2,012.7	2,014.8
매입채무	3,075.8	3,172.4	2,670.3	2,926.0	3,008.5
기타유동부채	2,535.7	2,432.1	2,150.2	2,293.8	2,340.1
비유동부채	3,200.2	2,916.5	2,868.1	2,892.8	2,900.7
금융부채	2,950.7	2,610.9	2,610.9	2,610.9	2,610.9
기타비유동부채	249.5	305.6	257.2	281.9	289.8
부채총계	11,705.2	11,129.7	9,694.9	10,125.2	10,264.1
지배주주지분	6,988.0	8,483.5	9,015.9	9,916.1	10,874.6
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
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	33.2	33.8	33.8	33.8	33.8
이익잉여금	5,333.7	6,828.5	7,361.0	8,261.2	9,219.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,988.0	8,483.5	9,015.9	9,916.1	10,874.6
순금융부채	3,871.4	3,725.7	2,704.5	2,298.5	2,132.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,477.2	1,278.9	2,643.8	2,538.4	2,833.8
당기순이익	1,378.5	2,104.4	998.2	1,366.0	1,480.5
조정	1,065.4	1,306.8	1,119.7	1,440.2	1,439.7
감가상각비	651.8	649.9	804.3	883.5	883.0
외환거래손익	37.2	(217.9)	315.3	556.7	556.7
지분법손익	(1.8)	0.2	0.0	0.0	0.0
기타	378.2	874.6	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(966.7)	(2,132.3)	525.9	(267.8)	(86.4)
투자활동 현금흐름	196.6	(773.2)	(990.2)	(1,751.4)	(2,173.4)
투자자산감소(증가)	(6.7)	(4.2)	10.6	(5.4)	(1.7)
자본증가(감소)	(96.7)	(568.8)	(714.5)	(1,174.5)	(1,610.1)
기타	300.0	(200.2)	(286.3)	(571.5)	(561.6)
재무활동 현금흐름	(466.1)	(1,141.6)	(1,068.2)	(459.3)	(520.0)
금융부채증가(감소)	(262.9)	(624.5)	(602.4)	6.4	2.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(86.7)	100.0	(0.0)	0.1	0.0
배당지급	(116.5)	(617.1)	(465.8)	(465.8)	(522.1)
현금의 증감	1,208.1	(635.9)	448.5	397.6	163.0
Unlevered CFO	2,626.8	3,738.2	2,415.6	3,232.3	3,369.9
Free Cash Flow	1,205.2	680.2	1,929.2	1,363.9	1,223.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.5	BUY	110,000		
23.7.17	BUY	100,000	-28.65%	-19.30%
23.2.2	BUY	110,000	-30.56%	-20.82%
23.1.9	BUY	100,000	-13.61%	-8.90%
22.8.12	BUY	120,000	-25.99%	-11.25%
22.6.13	BUY	160,000	-39.41%	-25.94%
22.4.28	BUY	150,000	-26.31%	-19.00%
21.7.5	BUY	140,000	-32.01%	-17.86%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 2월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 2월 5일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경 우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사 용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.55%	5.99%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 02월 02일