

MARKETPERFORM  
(Maintain)

목표주가: 70,000원

주가(2/2): 68,800원

시가총액: 77,457억원

화학/정유 Analyst 정경희  
caychung09@kiwoom.comRA 신대현  
shin8d@kiwoom.com

## Stock Data

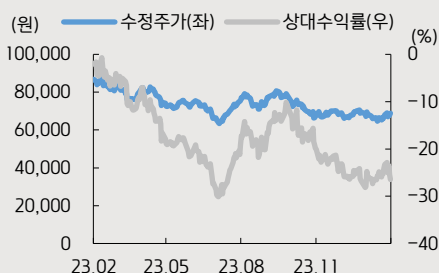
KOSPI(2/2)	2,615.31pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	88,300원	63,400원
등락률	-22.1%	8.5%
수익률	절대	상대
1M	0.3%	2.4%
6M	-8.9%	-8.8%
1Y	-20.8%	-24.9%

발행주식수	112,583 천주
일평균 거래량(3M)	218천주
외국인 지분율	76.9%
배당수익률(2023E)	2.7%
BPS(2023E)	77,266원
주요 주주	Aramco Overseas Company BV 외 7인
	63.4%

## 투자지표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	27,463.9	42,446.0	35,726.7	38,044.5
영업이익	2,140.9	3,405.2	1,418.6	1,580.8
EBITDA	2,792.7	4,055.0	2,049.0	2,258.7
세전이익	1,878.0	2,898.5	1,018.3	1,149.5
순이익	1,378.5	2,104.4	739.3	834.6
지배주주지분순이익	1,378.5	2,104.4	739.3	834.6
EPS(원)	11,822	18,047	6,340	7,157
증감률(%, YoY)	흑전	52.7	-64.9	12.9
PER(배)	7.2	4.6	11.0	9.5
PBR(배)	1.43	1.15	0.90	0.82
EV/EBITDA(배)	4.9	3.3	5.4	5.8
영업이익률(%)	7.8	8.0	4.0	4.2
ROE(%)	21.8	27.2	8.5	9.0
순차입금비용(%)	55.4	44.1	34.8	55.1

## Price Trend



## S-Oil(010950)

## 글로벌 정유 PBR 하향추세 속 동사 배당 여력 감소 시기

동사는 4분기 매출액 약 9.8조(YoY -7.2% QoQ +9.2%), 영업이익 약 2,470억원(YoY 흑자전환, QoQ -99.1%)로 당사 추정치 및 컨센서스를 대폭 하회했다. 정유부문이 2,657억원의 영업손실로 적자전환한 것이 전분기대비 영업이익 급감의 주 원인으로 작용했다. 반면 당기순이익은 환위험관리 및 투자세액 공제로 2,098억원을 기록했다. 회사는 '24년 견조한 마진 수준이 나타날 것으로 보고 있지만, 대규모 투자 진행에 따른 CAPEX 부담으로 동사의 배당 여력은 감소한 것으로 이해한다. 투자의견 MARKETPERFORM, 70,000원을 유지한다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 기대치 다시 하회

동사는 4분기 유가 하락에 따른 재고평가손 및 래깅효과가 예상치를 상회하며 정유부문의 영업손실이 약 2,657억원을 기록, 전체 영업이익 76억원으로 Consensus와 당사 추정치를 대폭 하회하였다. 석유화학부문은 470억원, 특히 윤활기유는 2,262원으로 하향 조정된 원재료 수혜 및 견조한 수조로 이익이 증가하였다.

## &gt;&gt;&gt; '24년 전망 및 정유업 PBR 하향 트렌드, 그리고 밸류업

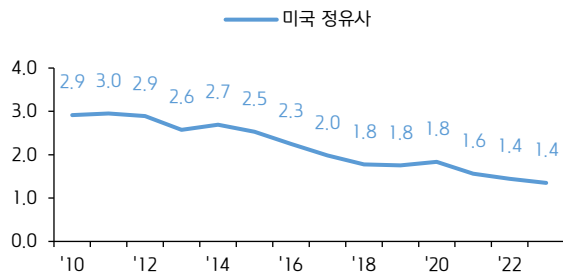
동사는 글로벌 전망기구들의 의견을 토대로, '24년 견조한 정유 및 윤활기유 업황에 대한 긍정적 의견을 밝혔다. '24년 정유설비 순증설이 크지 않고, 윤활기유는 제한적인 증설과, 고급 윤활기유에 대한 점진적 수요 증가를 예상하기 때문이다. 우리는 4분기 실적에서 나타난 바와 같이 유가 변동에 따른 재고평가손익 및 래깅 효과는 여전히 손익의 변동성을 좌우할 것으로 예상하며, 이 와중에 글로벌 정유에서 공통적인 PBR 하향 추세도 지속될 것으로 판단한다. 이유는 EV 침투율 증가, 바이오연료 개화 등에 따른 구조적 시장 침체를 감안할 때 최근 금융당국의 밸류업 프로그램 영향은 정유업에 다소 제한적일 것으로 생각한다. 또한 정유산업에서 PBR과 ROE 상관계수도 약 0.3에 불과하다.

## &gt;&gt;&gt; MARKETPERFORM, 목표주가 70,000원 유지

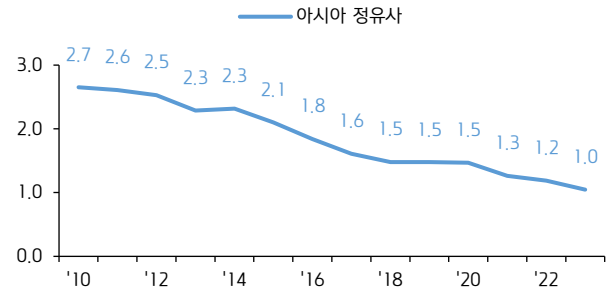
'24년 동사 영업이익은 전년비 소폭 개선된 1.6조(YoY +11.4%)를 추정한다. PBR 0.9배를 적용한 투자의견 MARKETPERFORM, 목표주가 70,000원을 유지한다. 정유업은 향후 시장 수요 감소를 선반영하여 지난 10여년간 글로벌 PBR이 하락한 산업이다. 이에 과거 평균 PBR 대비 지난 PBR에 할인을 적용하여 목표주가를 산출하였다.

동사의 '24년 PBR은 0.82로 추정되며 ROE도 9.0%로 낮지 않다. 다만 산업의 구조적 약세, 그리고 Shaheen Project라는 대규모 화학 투자를 진행하고 있어 CAPEX(총 9.3조원) 감안시 배당 여력이 낮아진 상황이다. 실제로 회사는 배당성향을 20% 이상으로 낮추어 제시하였고, 이는 증가한 투자 부담을 감안한 조치로 이해된다. 따라서 밸류업 프로그램 영향은 현재 자금 계획이나, 글로벌 트렌드를 감안할 때 쉽지 않을 것으로 판단한다.

## 지난 10여년간 미국 정유사들의 PBR 하향 지속

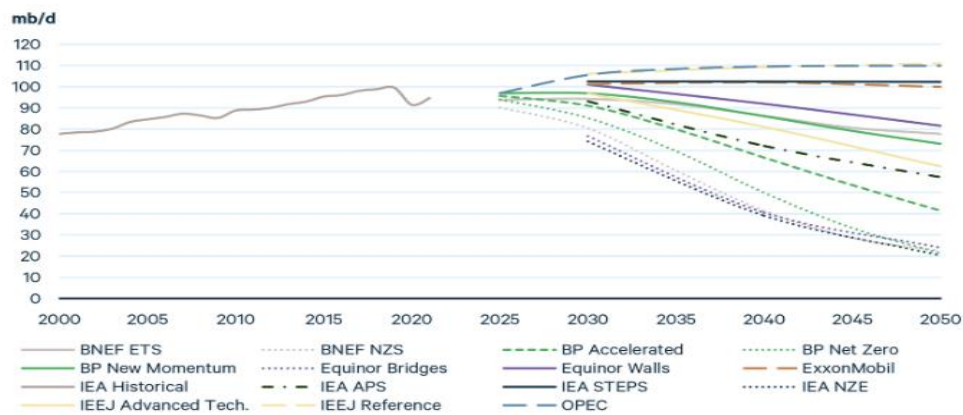


## 지난 10여년간 아시아 정유사들의 PBR 하향 지속



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 정유산업 PBR 축소의 근본 원인: 원유 수요 향후 몇 년내 정점 도달 View(주요 기관별 전망)



자료: rff.org(2023 Global Energy Outlook Publication), 각 사, 키움증권 리서치센터

## 실적 추이 및 추정치

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2022	2023	2024
매출액	9,287	11,442	11,123	10,594	9,078	7,820	9,000	<b>9,830</b>	42,446	35,727	38,045
(YoY)	74%	71%	56%	28%	-2%	-32%	-19%	<b>-7%</b>	55%	-16%	6%
정유	7,179	9,252	9,016	8,558	7,277	6,000	7,199	<b>7,782</b>	34,005	28,257	29,736
석유화학	1,366	1,302	1,162	1,196	1,039	1,009	1,125	<b>1,212</b>	5,026	4,385	4,536
운할	742	888	945	840	763	811	676	<b>836</b>	3,416	3,085	3,772
매출원가	7,814	9,483	10,437	10,557	8,387	7,612	7,957	<b>9,569</b>	38,291	33,525	35,572
(YoY)	71%	58%	62%	37%	7%	-20%	-24%	<b>-9%</b>	55%	-12%	-4%
매출총이익	1,473	1,959	685	37	690	207	1,043	<b>261</b>	4,155	2,201	2,473
(YoY)	93%	171%	1%	-94%	-53%	-89%	52%	<b>609%</b>	50%	-47%	12%
GPM	16%	17%	6%	0%	8%	3%	12%	<b>3%</b>	10%	6%	6%
판매비	141	237	174	197	175	171	184	<b>254</b>	749	783	892
(YoY)	6%	56%	33%	-7%	24%	-28%	6%	<b>29%</b>	19%	4%	14%
영업이익	1,332	1,722	512	(160)	516	36	859	<b>8</b>	3,405	1,419	1,581
(YoY)	112%	202%	-7%	적전	-61%	-98%	68%	<b>흑전</b>	59%	-58%	11%
OPM	14%	15%	5%	-2%	6%	0%	10%	<b>0%</b>	8%	4%	4%
정유	1,202	1,445	79	(382)	291	(292)	666	<b>(266)</b>	2,344	399	496
석유화학	(66)	18	56	(58)	29	82	45	<b>47</b>	(50)	204	216
운할	195	259	377	280	196	247	147	<b>226</b>	1,111	816	869
정유	16.7%	15.6%	0.9%	-4.5%	4.0%	-4.9%	9.3%	<b>-3.4%</b>	6.9%	1.4%	1.7%
석유화학	-4.8%	1.4%	4.8%	-4.9%	2.8%	8.1%	4.0%	<b>3.9%</b>	-1.0%	4.6%	4.8%
운할	26.3%	29.2%	39.9%	33.3%	25.7%	30.5%	21.8%	<b>27.0%</b>	32.5%	26.4%	23.0%

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

## 주요 제품 연, 분기별 가격 추이

구분	제품명	년								분기								월								주			
		2022	2023	2024	YoY	3Q23	4Q23	1Q24	QoQ	-2M	-1M	M	MoM	-2W	-1W	W	WoW	-2M	-1M	M	MoM	-2W	-1W	W	WoW	-2M	-1W	W	WoW
유가 (USD/bbl)	Dubai	68.7	97.1	81.9	-16%	77.1	87.4	83.8	-4%	90.4	82.9	78.0	-6%	76.1	76.0	79.2	4%	90.4	82.9	78.0	-6%	76.1	76.0	79.2	4%	90.4	82.9	78.0	4%
	Brent	69.8	101.3	82.8	-18%	78.6	85.7	85.7	0%	93.1	85.2	78.9	-7%	81.0	75.8	77.0	2%	93.1	85.2	78.9	-7%	81.0	75.8	77.0	2%	93.1	85.2	78.9	2%
	WTI	68.1	94.9	77.9	-18%	73.6	83.1	78.8	-5%	86.2	77.6	72.6	-6%	71.2	71.4	73.6	3%	86.2	77.6	72.6	-6%	71.2	71.4	73.6	3%	86.2	77.6	72.6	3%
정유제품 (USD/bbl)	납사	72.3	88.3	73.2	-17%	67.9	72.2	74.6	3%	75.8	72.2	75.7	5%	75.8	73.3	78.1	7%	75.8	72.2	75.7	5%	75.8	73.3	78.1	7%	75.8	72.2	75.7	7%
	납사/Dubai	1.05	0.91	0.89	-2%	0.88	0.83	0.89	8%	0.84	0.87	0.97	12%	1.00	0.96	0.99	2%	0.84	0.87	0.97	12%	1.00	0.96	0.99	2%	0.84	0.87	0.97	2%
	휘발유	76.9	113.1	94.6	-16%	90.1	100.0	91.9	-8%	94.1	92.8	88.8	-4%	89.5	85.1	88.5	4%	94.1	92.8	88.8	-4%	89.5	85.1	88.5	4%	94.1	92.8	88.8	4%
	경유	76.8	130.5	103.5	-21%	90.3	110.6	106.3	-4%	115.4	104.8	98.5	-6%	99.7	95.4	97.0	2%	115.4	104.8	98.5	-6%	99.7	95.4	97.0	2%	115.4	104.8	98.5	2%
	등유	89.4	96.2	89.0	-8%	88.3	91.4	83.7	-8%	79.2	82.4	89.6	9%	89.4	92.3	92.3	0%	79.2	82.4	89.6	9%	89.4	92.3	92.3	0%	79.2	82.4	89.6	0%
	항공유	77.3	126.0	105.4	-16%	91.7	112.0	109.2	-2%	116.5	108.2	103.0	-5%	105.9	99.2	100.7	1%	116.5	108.2	103.0	-5%	105.9	99.2	100.7	1%	116.5	108.2	103.0	1%
	Fuel-Oil (180cSt)	65.3	82.5	71.5	-13%	68.2	80.7	73.6	-9%	77.7	73.1	70.1	-4%	72.7	66.7	68.1	2%	77.7	73.1	70.1	-4%	72.7	66.7	68.1	2%	77.7	73.1	70.1	2%
화학원료 (USD/MT)	Fuel-Oil (380cSt)	62.4	77.9	70.0	-10%	67.8	79.4	71.1	-10%	75.1	70.2	68.1	-3%	70.4	65.1	67.3	3%	75.1	70.2	68.1	-3%	70.4	65.1	67.3	3%	75.1	70.2	68.1	3%
	납사	643.6	786.2	651.4	-17%	604.2	643.0	663.8	3%	674.8	642.3	674.0	5%	675.0	652.0	695.0	7%	674.8	642.3	674.0	5%	675.0	652.0	695.0	7%	674.8	642.3	674.0	7%
	에틸렌	138.0	221.8	115.0	-48%	95.4	131.1	115.7	-12%	131.5	112.3	94.1	-16%	106.5	88.0	88.0	0%	131.5	112.3	94.1	-16%	106.5	88.0	88.0	0%	131.5	112.3	94.1	0%
기초유분 (USD/MT)	에틸렌	1004.1	1014.9	823.5	-19%	814.6	766.5	846.3	10%	853.0	845.0	836.7	-1%	830.0	840.0	840.0	0%	853.0	845.0	836.7	-1%	830.0	840.0	840.0	0%	853.0	845.0	836.7	0%
	프로필렌	1015.0	982.7	833.2	-15%	820.4	770.8	825.8	7%	825.0	831.3	820.0	-1%	820.0	820.0	820.0	0%	825.0	831.3	820.0	-1%	820.0	820.0	820.0	0%	825.0	831.3	820.0	0%
	부타디엔	1056.5	1102.0	965.8	-12%	900.4	835.4	1032.9	24%	1069.0	1030.0	976.7	-5%	1000.0	975.0	955.0	-2%	1069.0	1030.0	976.7	-5%	1000.0	975.0	955.0	-2%	1069.0	1030.0	976.7	-2%
	벤젠	1019.8	1112.9	954.5	-14%	978.8	930.4	964.5	4%	1072.0	898.5	873.3	-3%	850.0	840.0	850.0	1%	1072.0	898.5	873.3	-3%	850.0	840.0	850.0	1%	1072.0	898.5	873.3	1%
	톨루엔	746.5	1207.9	1076.5	-11%	1086.5	1205.8	977.5	-19%	1031.0	958.8	913.3	-5%	825.0	810.0	795.0	-2%	1031.0	958.8	913.3	-5%	825.0	810.0	795.0	-2%	1031.0	958.8	913.3	-2%
중간원료 (USD/MT)	자일렌	737.4	1049.8	979.0	-7%	951.9	1027.3	994.4	-3%	1057.5	981.3	906.7	-8%	862.5	835.0	850.0	2%	1057.5	981.3	906.7	-8%	862.5	835.0	850.0	2%	1057.5	981.3	906.7	2%
	PX	836.2	1081.1	1018.0	-6%	1026.2	1037.7	1007.9	-3%	1032.5	988.1	993.3	1%	890.0	950.0	1050.0	11%	1032.5	988.1	993.3	1%	890.0	950.0	1050.0	11%	1032.5	988.1	993.3	11%
	SM	1163.8	1205.3	1031.7	-14%	1010.8	998.8	1030.8	3%	1048.0	1037.5	993.3	-4%	995.0	990.0	995.0	1%	1048.0	1037.5	993.3	-4%	995.0	990.0	995.0	1%	1048.0	1037.5	993.3	1%
합성원료 (USD/MT)	AN	2247.2	1717.0	1337.8	-22%	1382.3	1200.4	1237.5	3%	1227.0	1237.5	1255.0	1%	1275.0	1255.0	1235.0	-2%	1227.0	1237.5	1255.0	1%	1275.0	1255.0	1235.0	-2%	1227.0	1237.5	1255.0	-2%
	TPA	665.3	846.6	783.8	-7%	806.9	795.4	761.7	-4%	773.0	766.3	736.7	-4%	755.0	725.0	730.0	1%	773.0	766.3	736.7	-4%	755.0	725.0	730.0	1%	773.0	766.3	736.7	1%
	EG	672.8	576.6	488.8	-15%	494.8	470.6	474.2	1%	466.5	476.3	484.2	2%	482.5	482.5	487.5	1%	466.5	476.3	484.2	2%	482.5	482.5	487.5	1%	466.5	476.3	484.2	1%
합성수지 (USD/MT)	HDPE	1075.4	1026.0	942.3	-8%	954.2	931.2	918.3	-1%	943.0	910.0	888.3	-2%	895.0	885.0	885.0	0%	943.0	910.0	888.3	-2%	895.0	885.0	885.0	0%	943.0	910.0	888.3	0%
	LDPE	1441.1	1322.5	1005.4	-24%	985.8	963.8	989.6	3%	1005.0	978.8	978.3	0%	975.0	975.0	985.0	1%	1005.0	978.8	978.3	0%	975.0	975.0	985.0	1%	1005.0	978.8	978.3	1%
	LLDPE	1121.0	1090.6	969.1	-11%	964.6	953.5	948.8	0%	959.0	938.8	945.0	1%	945.0	945.0	945.0	0%	959.0	938.8	945.0	1%	945.0	945.0	945.0	0%	959.0	938.8	945.0	0%
	PVC	1364.3	1082.2	826.1	-24%	798.8	836.5	778.3	-7%	795.0	762.5	771.7	1%	785.0	765.0	765.0	0%	795.0	762.5	771.7	1%	785.0	765.0	765.0	0%	795.0	762.5	771.7	0%
	PP	1167.5	1067.0	910.5	-15%	901.9	868.8	911.7	5%	915.0	912.5	905.0	-1%	905.0	905.0	905.0	0%	915.0	912.5	905.0	-1%	905.0	905.0	905.0	0%	915.0	912.5	905.0	0%
	PS	1377.6	1392.2	1227.7	-12%	1250.4	1165.0	1237.5	6%	1245.0	1245.0	1215.0	-2%	1235.0	1215.0	1195.0	-2%	1245.0	1245.0	1215.0	-2%	1235.0	1215.0	1195.0	-2%	1245.0	1245.0	1215.0	-2%
	ABS	2253.6	1662.9	1339.3	-19%	1335.0	1294.2	1319.2	2%	1361.0	1315.0	1255.0	-5%	1275.0	1245.0	1245.0	0%	1361.0	1315.0	1255.0	-5%	1275.0	1245.0	1245.0	0%	1361.0	1315.0	1255.0	0%
합성고무 (USD/MT)	BR	2062.3	2017.5	1640.1	-19%	1568.5	1596.6	1792.9	12%	1876.1	1751.3	1751.3	0%	1751.3	1751.3	1751.3	0%	1876.1	1751.3	1751.3	0%	1751.3	1751.3	1751.3	0%	1876.1	1751.3	1751.3	0%
	SBR	2047.2	1791.0	1677.0	-6%	1645.5	1695.8	1692.8	0%	1752.6	1666.8	1627.9	-2%	1645.0	1619.3	1619.3	0%	1752.6	1666.8	1627.9	-2%	1645.0	1619.3	1619.3	0%	1752.6	1666.8	1627.9	0%

자료: Bloomberg, Cischem, 관세청, 키움증권 리서치

## 주요 제품 연, 분기별 마진 추이

		년								분기									
구분	제품간 비교	2020	2021	2022	2023	2024	YoY	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	QoQ	YoY	
정유제품 (USD/bbl)	휘발유-Dubai	(3)	13	17	12	11	-11%	30	39	1	(2)	15	10	23	1	11	646%	-28%	
	경유-Dubai	7	13	34	21	19	-9%	30	48	27	30	26	10	34	16	19	25%	-25%	
	항공유-Dubai	9	13	30	23	22	-7%	29	41	21	26	28	11	35	19	22	17%	-23%	
	납사-Dubai	(3)	8	(8)	(9)	(3)	-64%	19	(4)	(29)	(16)	(3)	(13)	(4)	(15)	(3)	-80%	7%	
	Bunker-Dubai	(7)	(2)	(18)	(12)	(12)	-1%	3	(3)	(38)	(34)	(19)	(13)	3	(19)	(12)	-38%	-39%	
기초유분 (USD/MT)	3-2-1	1	38	68	46	42	-10%	91	125	29	26	56	29	81	18	42	125%	-26%	
	2-1-1	4	26	51	34	30	-10%	61	86	28	28	41	20	57	17	31	79%	-26%	
	에틸렌-납사	324	380	225	175	168	-4%	386	231	129	153	187	165	172	174	168	-4%	-10%	
	에틸렌-에탄가스	633	866	794	704	757	8%	988	922	624	643	735	713	649	719	757	5%	3%	
	프로필렌-납사	397	391	192	184	130	-29%	350	162	104	154	234	170	177	153	130	-15%	-45%	
중간원료	부타디엔-납사	343	432	312	316	329	4%	269	531	333	114	418	250	241	355	329	-7%	-21%	
	벤젠-납사	101	395	323	304	285	-6%	360	492	309	130	263	329	336	286	285	-1%	8%	
	톨루엔-납사	50	122	418	425	275	-35%	240	516	523	391	347	436	612	303	275	-9%	-21%	
	자일렌-납사	99	113	259	328	195	-41%	132	262	316	328	262	302	433	314	195	-38%	-26%	
	PX-자일렌	49	116	45	38	115	202%	266	85	(85)	(84)	72	46	76	(41)	115	-379%	61%	
합성원료 (USD/MT)	PX-납사	166	212	291	368	321	-13%	281	297	302	283	318	376	444	334	321	-4%	1%	
	SM-벤젠	237	163	72	87	108	25%	181	154	(209)	160	194	20	103	30	108	263%	-44%	
	AN-프로필렌	403	1,232	727	500	420	-16%	831	722	628	726	628	490	463	417	420	1%	-33%	
	EG-에틸렌	(233)	(327)	(451)	(336)	(312)	-7%	(364)	(647)	(395)	(399)	(327)	(394)	(262)	(359)	(312)	-13%	-5%	
	TPA-PX	(111)	(153)	(227)	(227)	(229)	1%	(119)	(243)	(313)	(234)	(195)	(237)	(202)	(276)	(229)	-17%	18%	
합성수지 (USD/MT)	HDPE-에틸렌	122	76	(2)	116	50	-57%	55	(179)	69	50	122	65	199	79	50	-37%	-59%	
	LDPE-에틸렌	283	441	295	180	178	-1%	473	213	286	204	240	97	232	152	178	17%	-26%	
	LLDPE-에틸렌	136	121	63	144	120	-17%	162	(91)	91	90	167	76	221	112	120	8%	-28%	
	PVC-에틸렌	173	364	54	(0)	(94)	48780%	269	8	16	(76)	45	(90)	104	(60)	(94)	56%	-307%	
	PP-프로필렌	211	168	39	85	60	-30%	108	(105)	83	70	118	13	137	74	60	-19%	-49%	
	HDPE-납사	428	451	236	292	214	-27%	325	170	215	233	282	304	337	244	214	-12%	-24%	
	LDPE-납사	588	817	532	356	342	-4%	746	562	433	388	400	336	370	317	342	8%	-15%	
	LLDPE-납사	441	496	300	319	284	-11%	433	258	238	273	327	315	359	276	284	3%	-13%	
	PVC-납사	479	740	292	175	70	-60%	540	357	163	107	205	149	242	104	70	-33%	-66%	
합성고무 (USD/MT)	PP-납사	517	543	277	261	224	-14%	380	244	230	253	278	252	275	239	224	-6%	-20%	
	BR-부타디엔	627	964	925	685	698	2%	1,400	740	727	847	672	508	859	732	698	-5%	9%	
	SBR-부타디엔	664	949	698	728	717	-1%	1,154	467	463	709	712	585	959	654	717	10%	1%	

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	27,463.9	42,446.0	35,726.7	38,044.5	39,520.5
매출원가	24,695.2	38,291.4	33,525.3	35,571.7	37,149.8
매출총이익	2,768.7	4,154.6	2,201.4	2,472.8	2,370.7
판매비	627.8	749.4	782.8	892.0	936.0
<b>영업이익</b>	2,140.9	3,405.2	1,418.6	1,580.8	1,434.7
<b>EBITDA</b>	2,792.7	4,055.0	2,049.0	2,258.7	2,275.1
<b>영업외손익</b>	-262.9	-506.6	-400.3	-431.3	-694.5
이자수익	9.0	31.0	70.1	26.4	42.3
이자비용	109.8	151.1	213.1	240.4	345.5
외환관련이익	325.5	1,355.4	1,016.5	813.2	639.3
외환관련손실	646.8	1,694.2	1,216.7	973.3	973.3
중속 및 관계기업손익	1.8	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	157.4	-47.5	-56.9	-57.0	-57.1
<b>법인세차감전이익</b>	1,878.0	2,898.5	1,018.3	1,149.5	740.2
법인세비용	499.5	794.2	279.0	315.0	202.8
계속사업순손익	1,378.5	2,104.4	739.3	834.6	537.4
<b>당기순이익</b>	1,378.5	2,104.4	739.3	834.6	537.4
<b>지배주주순이익</b>	1,378.5	2,104.4	739.3	834.6	537.4
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	63.2	54.6	-15.8	6.5	3.9
영업이익 증감율	흑전	59.1	-58.3	11.4	-9.2
EBITDA 증감율	흑전	45.2	-49.5	10.2	0.7
지배주주순이익 증감율	흑전	52.7	-64.9	12.9	-35.6
EPS 증감율	흑전	52.7	-64.9	12.9	-35.6
매출총이익율(%)	10.1	9.8	6.2	6.5	6.0
영업이익률(%)	7.8	8.0	4.0	4.2	3.6
EBITDA Margin(%)	10.2	9.6	5.7	5.9	5.8
지배주주순이익률(%)	5.0	5.0	2.1	2.2	1.4

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,477.2	1,278.9	2,759.6	1,072.0	1,556.9
당기순이익	1,378.5	2,104.4	739.3	834.6	537.4
비현금항목의 가감	1,248.3	1,633.8	1,060.5	1,258.5	1,572.1
유형자산감가상각비	644.0	643.6	624.4	672.7	835.8
무형자산감가상각비	7.8	6.2	6.0	5.3	4.6
지분법평가손익	-1.8	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	598.3	984.2	430.3	580.7	731.9
영업활동자산부채증감	-966.7	-2,132.3	1,378.0	-495.9	-50.3
매출채권및기타채권의감소	-772.2	-386.2	469.3	-161.9	-103.1
재고자산의감소	-1,390.7	-1,337.5	1,160.5	-231.8	-147.6
매입채무및기타채무의증가	1,066.2	221.3	-423.2	-75.6	180.8
기타	130.0	-629.9	171.4	-26.6	19.6
기타현금흐름	-182.9	-327.0	-418.2	-525.2	-502.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	196.6	-773.2	-1,849.6	-3,060.0	-3,373.1
유형자산의 취득	-272.0	-598.8	-1,750.0	-2,950.0	-3,250.0
유형자산의 처분	175.3	29.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-12.3	-0.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-6.7	-4.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	332.5	-141.2	-41.8	-52.3	-65.3
기타	-20.2	-57.8	-57.8	-57.7	-57.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	-466.1	-1,141.6	-462.3	-93.3	1,871.8
차입금의 증가(감소)	-281.4	-452.6	250.0	200.0	2,200.0
<b>자본금,자본잉여금의 증가(감소)</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-116.5	-617.1	-640.4	-221.4	-256.3
기타	-68.2	-71.9	-71.9	-71.9	-71.9
기타현금흐름	0.5	0.7	370.5	570.9	408.6
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	1,208.1	-635.2	818.3	-1,510.4	464.2
기초현금 및 현금성자산	737.4	1,945.5	1,310.3	2,128.6	618.2
기말현금 및 현금성자산	1,945.5	1,310.3	2,128.6	618.2	1,082.5

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	8,377.4	9,206.0	8,439.4	7,378.4	8,162.3
현금 및 현금성자산	1,945.5	1,310.3	2,128.6	618.2	1,082.5
단기금융자산	26.0	167.2	209.0	261.3	326.6
매출채권 및 기타채권	2,840.8	2,964.4	2,495.1	2,657.0	2,760.0
재고자산	3,545.3	4,733.2	3,572.7	3,804.5	3,952.0
기타유동자산	19.8	30.9	34.0	37.4	41.2
<b>비유동자산</b>	10,315.8	10,407.2	11,526.6	13,798.5	16,207.9
투자자산	134.2	138.5	138.3	138.2	138.0
유형자산	9,564.8	9,588.0	10,713.6	12,991.0	15,405.2
무형자산	108.4	106.4	100.4	95.2	90.5
기타비유동자산	508.4	574.3	574.3	574.1	574.2
<b>자산총계</b>	18,693.2	19,613.1	19,966.0	21,176.9	24,370.2
<b>유동부채</b>	8,505.0	8,213.2	8,039.9	7,464.4	8,645.2
매입채무 및 기타채무	5,252.9	4,752.1	4,328.9	4,253.3	4,434.2
단기금융부채	2,891.2	2,608.4	2,858.4	2,358.4	3,358.4
기타유동부채	360.9	852.7	852.6	852.7	852.6
<b>비유동부채</b>	3,200.2	2,916.5	2,916.5	4,116.5	5,816.5
장기금융부채	2,950.7	2,610.9	2,610.9	3,810.9	5,510.9
기타비유동부채	249.5	305.6	305.6	305.6	305.6
<b>부채총계</b>	11,705.2	11,129.7	10,956.5	11,580.9	14,461.7
<b>지배지분</b>	6,988.0	8,483.5	9,009.6	9,596.0	9,908.5
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
기타자본	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9
기타포괄손익누계액	33.2	33.8	42.0	50.1	58.3
이익잉여금	5,333.7	6,828.5	7,346.4	7,924.7	8,229.1
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	6,988.0	8,483.5	9,009.6	9,596.0	9,908.5

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	11,822	18,047	6,340	7,157	4,609
BPS	59,929	72,754	77,266	82,295	84,975
CFPS	22,527	32,059	15,435	17,950	18,091
DPS	3,800	5,500	1,900	2,200	2,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	7.2	4.6	11.0	9.5	14.7
PER(최고)	9.9	6.8	14.5		
PER(최저)	5.6	4.3	9.8		
PBR	1.43	1.15	0.90	0.82	0.80
PBR(최고)	1.96	1.69	1.19		
PBR(최저)	1.11	1.07	0.81		
PSR	0.36	0.23	0.23	0.21	0.20
PCFR	3.8	2.6	4.5	3.8	3.7
EV/EBITDA	4.9	3.3	5.4	5.8	6.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주, 현금)	31.0	29.4	28.9	29.7	41.9
배당수익률(% ,보통주, 현금)	4.4	6.6	2.7	3.2	2.9
ROA	8.0	11.0	3.7	4.1	2.4
ROE	21.8	27.2	8.5	9.0	5.5
ROIC	17.6	21.9	8.4	8.5	6.4
매출채권회전율	13.1	14.6	13.1	14.8	14.6
재고자산회전율	9.6	10.3	8.6	10.3	10.2
부채비율	167.5	131.2	121.6	120.7	146.0
순차입금비용	55.4	44.1	34.8	55.1	75.3
이자보상배율,현금	19.5	22.5	6.7	6.6	4.2
<b>총차입금</b>	5,841.9	5,219.3	5,469.3	6,169.3	8,869.3
<b>순차입금</b>	3,870.4	3,741.8	3,131.7	5,289.8	7,460.2
<b>EBITDA</b>	2,792.7	4,055.0	2,049.0	2,258.7	2,275.1
<b>FCF</b>	1,449.2	474.8	1,288.3	-1,620.3	-1,418.3

## Compliance Notice

- 당사는 2월 2일 현재 'S-Oil' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

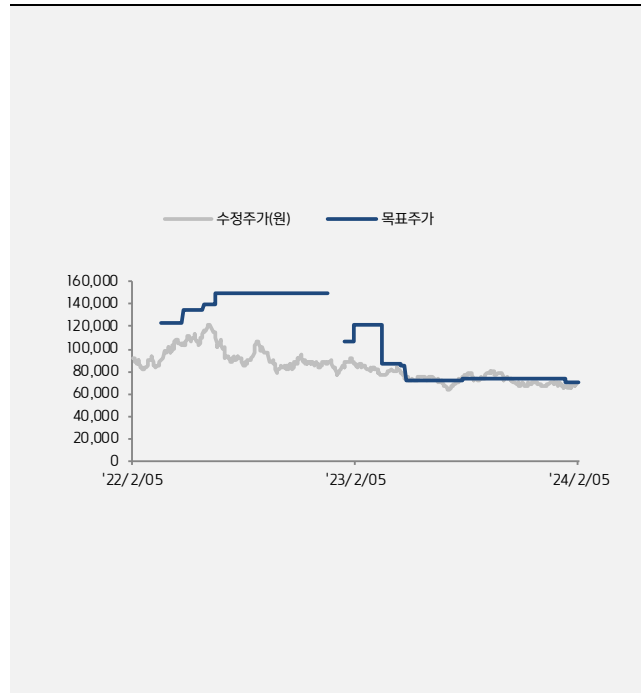
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
S-Oil (010950)	2022-03-24	Buy(Maintain)	123,000원	6개월	-17.94	-12.60
	2022-04-28	Buy(Maintain)	135,000원	6개월	-20.66	-17.41
	2022-05-12	Buy(Maintain)	135,000원	6개월	-20.09	-16.30
	2022-05-31	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-16.12	-13.21
담당자변경	2022-06-21	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-39.45	-27.00
	2023-01-19	Buy(Reinitiate)	106,000원	6개월	-16.06	-14.06
	2023-02-02	Buy(Maintain)	121,000원	6개월	-31.56	-27.02
	2023-03-20	Outperform (Downgrade)	86,000원	6개월	-7.52	-3.72
	2023-04-20	Marketperform (Downgrade)	85,000원	6개월	-9.34	-7.41
	2023-04-28	Marketperform (Maintain)	72,000원	6개월	2.16	5.00
	2023-05-30	Marketperform (Maintain)	72,000원	6개월	-0.75	5.00
	2023-07-31	Marketperform (Maintain)	74,000원	6개월	1.58	9.05
	2023-10-31	Marketperform (Maintain)	74,000원	6개월	-2.61	9.05
	2024-01-15	Marketperform (Maintain)	70,000원	6개월	-5.10	-2.86
	2024-02-05	Marketperform (Maintain)	70,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

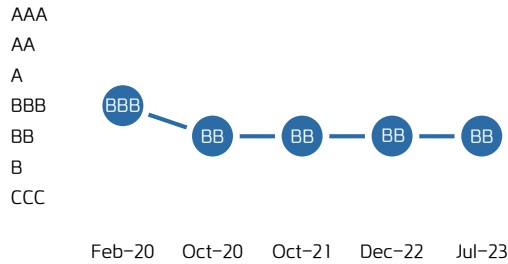
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

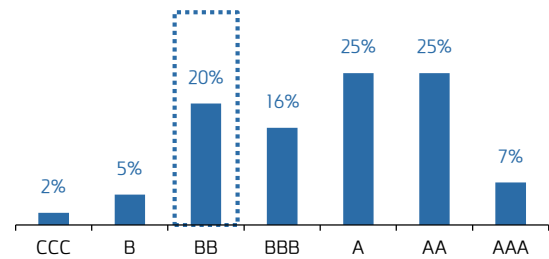
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

## MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

Universe: MSCI ACWI 지수 내, 일반 정유기업 44개 참조

## 세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중평균	4.5	5.4		
<b>환경</b>	4.3	5.4	48.0%	▲0.1
탄소배출	6.5	6.8	21.0%	▲0.7
유독 물질 배출 & 폐기물	2.4	4	16.0%	▼0.6
친환경 기술 관련 기회	3.0	4.3	11.0%	▲0.2
<b>사회</b>	5.1	6.4	15.0%	▼1.3
건강과 안전성	5.1	7	15.0%	▼1.3
<b>지배구조</b>	4.4	5.1	37.0%	▲0.8
기업 지배구조	4.9	5.7		▲1.0
기업 행동	5.9	5.9		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## ESG 최근 이슈

일자	내용
	특이사항 없음

자료: 키움증권 리서치

## MSCI 피어그룹 벤치마크

사업 Peer 주요 5개사 (정유기업)	탄소배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출 & 폐기물	건강과 안전성	기업 지배구조	기업 행동	등급	추세			
SK 이노베이션	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	●	A	◀▶			
PETRONAS DAGANGAN	● ● ● ● ●	●	● ● ● ● ●	● ● ●	●	● ●	A	▼			
BERHAD	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ●	●	● ●	BBB	◀▶			
HD현대	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ●	●	● ●	● ●	BB	◀▶			
S-Oil	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ●	●	● ●	● ●	BB	◀▶			
HINDUSTAN PETROLEUM CORPORATION LIMITED	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	●	● ●	●	●	BB	◀▶			
BHARAT PETROLEUM CORPORATION LIMITED	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ●	●	● ●	●	BB	◀▶			

4분위 등급 : 4분위 최저 ● 4분위 최고 ● ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치