



S-Oil (010950)

순수 정유주의 매력 부각되는 시점

▶Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

Buy (유지)

목표주가(유지): 85,000원

현재 주가(2/27)	72,800원
상승여력	▲16.8%
시가총액	81,960억원
발행주식수	112,583천주
52 주 최고가 / 최저가	84,000 / 63,400원
90 일 일평균 거래대금	163.6억원
외국인 지분율	77.7%

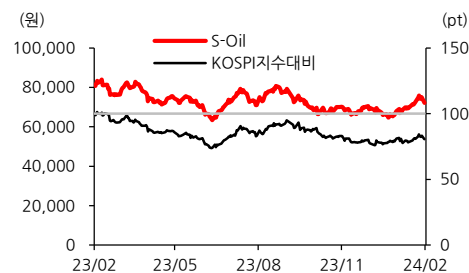
주주 구성	
AramcoOverseasCompanyBV	63.4%
국민연금공단 (외 1 인)	7.3%
김형배 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.1	3.7	2.5	-10.5
상대수익률(KOSPI)	1.1	-1.5	-1.7	-19.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	42,446	35,727	36,657	36,060
영업이익	3,405	1,418	2,811	3,110
EBITDA	4,055	2,187	3,793	4,218
지배주주순이익	2,104	998	1,865	2,073
EPS	18,504	8,815	16,472	18,313
순차입금	3,726	3,817	3,558	3,222
PER	4.5	9.3	4.4	4.0
PBR	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.3	6.0	3.2	2.8
배당수익률	6.6	2.1	4.1	4.4
ROE	27.2	11.3	18.8	17.8

주가 추이



더할 나위 없는 정유 업황

Dubai유 가격은 '23년 12월 77\$/b → '24년 2월 81\$/b로 상승했다. OPEC+은 1월부터 감산 규모를 90만b/d 추가했지만, 미국 생산량은 12월 수준인 1,330만b/d에서 정체되고 있다. 반면 항공유 위주의 수요 성장세는 지속되고 있어 EIA는 2월 STEO에서 1Q 원유 공급부족이 -81만b/d에 달할 것으로 전망했다. 정체마진도 1Q24 평균 13.6\$/b로 강세가 이어지고 있는데, 1) 1월 한파 이후 미국 정유사의 가동률이 80% 초반 수준으로 하락했고, 2) Ural유 가격 경쟁력 하락과 춘절 영향으로 중국 정제설비 가동률도 낮게 유지되고 있기 때문이다. 유가 및 정제마진 강세는 1H24까지 유지될 가능성이 높다. OPEC 감산 효과를 상당 부분 제한해왔던 미국은 생산 증가 속도가 둔화되고 있으며, 제재 강화에 따라 러시아산 원유를 수송하는 그리스 선박 수가 급감한 점도 공급 감소를 심화시키는 요인이다. 반면에 수요 회복은 지속되고 있다. 글로벌 민항기 운항횟수는 YoY +11.5% 상승했으며, 1월 미국 LA항구 물동량도 YoY +17.9%, MoM +15.2% 증가했다.

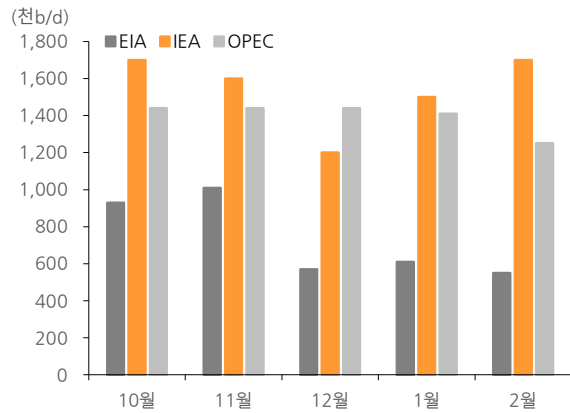
대내외 모두 우호적인 환경에 2024년 견조한 실적 예상

S-Oil 정기보수 규모가 축소되는 점도 견조한 실적을 견인할 것이다. 지난해 CDU, CFU, Hydro Cracker, #1 PX 정기보수를 진행하여 기회 비용이 -4,017억원이 발생했지만, 24년 예정된 정기보수는 #1 CDU, 윤활기유 설비에 불과하다. 그리고 임시투자세액공제의 1년 연장이 가시화되고 있는데, 올해부터 사후프로젝트 투자가 본격 시행될 예정이기 때문에 대규모 세액공제도 기대할 수 있다.

유가 상승 및 실적 호조 가능성 점증, 트레이딩 가능한 구간

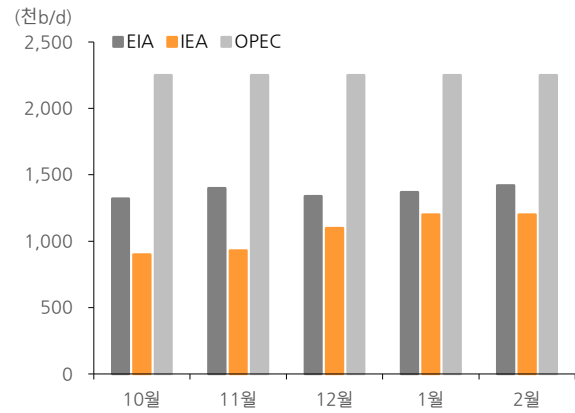
S-Oil의 현재 PBR은 0.8배로 저평가되어 있다. 이는 견조한 업황을 함께 향유하고 있는 미국 정유주들이 역사적 신고가를 경신하는 것과 대비된다. 미국 정유주들과 동사의 차이는 배당정책이라 생각되는데, 대규모 투자를 집행하고 있는 동안 동사가 배당성향을 늘리긴 힘들것이다. 다만, 유가 상승시 이에 대한 대응책으로서 매력은 여전히 유효하다. 최근 미국 석유 생산 전망치 하향 조정 등 공급 감소를 야기할 요인들이 중첩되고 있기에 동사에 대한 긍정적 시각을 유지하며, 투자 의견 BUY와 목표주가 8.5만원을 유지한다.

[그림1] 주요 전망 기관별 2024 원유 공급 증가 전망



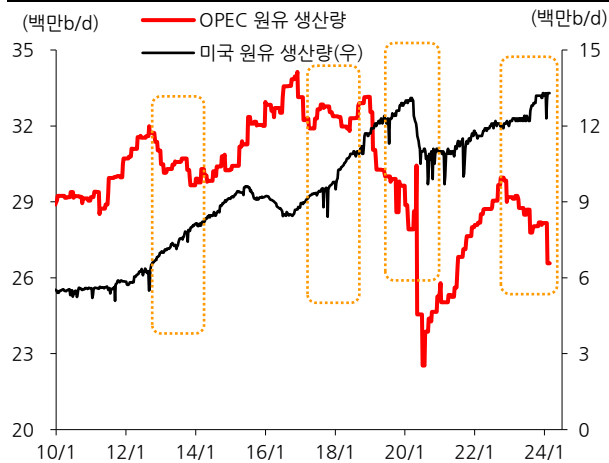
자료: IEA, EIA, OPEC 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주요 전망 기관별 2024 원유 수요 전망



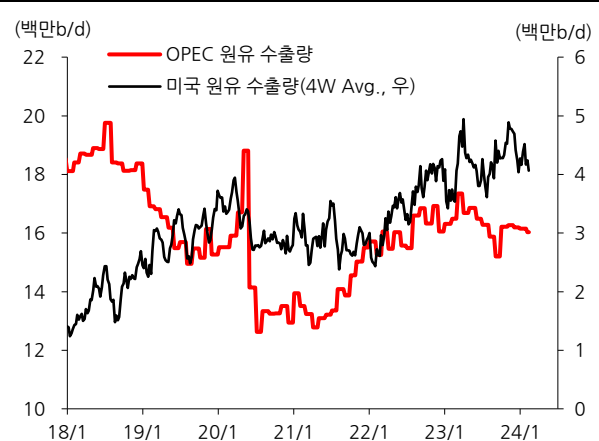
자료: IEA, EIA, OPEC 한화투자증권 리서치센터

[그림3] OPEC, 미국 원유 생산량



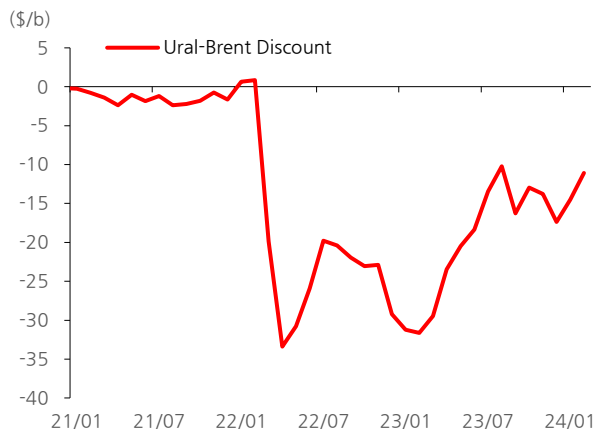
자료: DOE, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] OPEC, 미국 원유 수출량



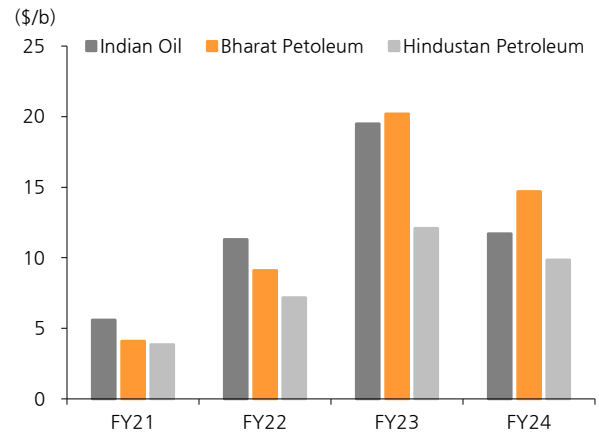
자료: DOE, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] Ural 유 가격경쟁력 약화



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

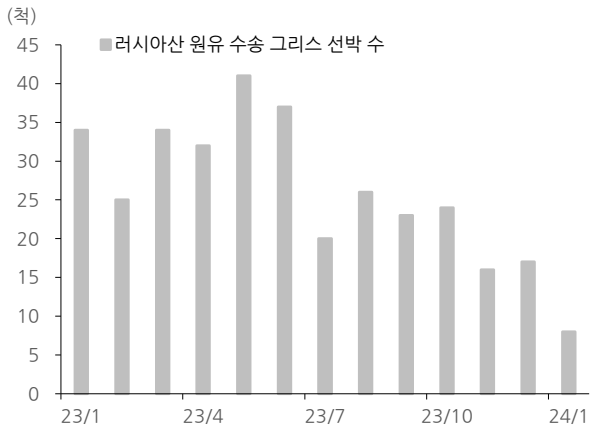
[그림6] 인도 정유사 정제마진 감소



주: FY24는 2023.4~12월 수치

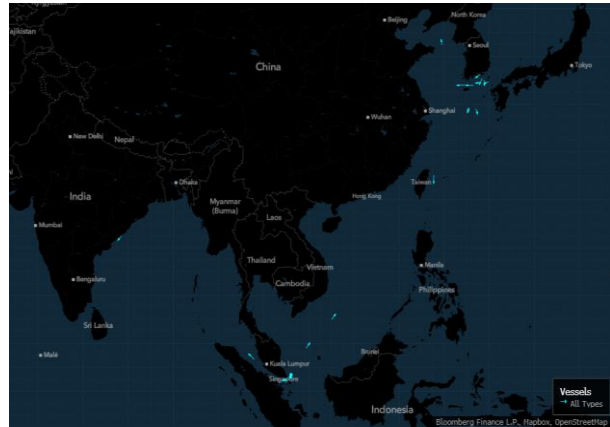
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 러시아산 원유 수송 그리스 선박 수 급감



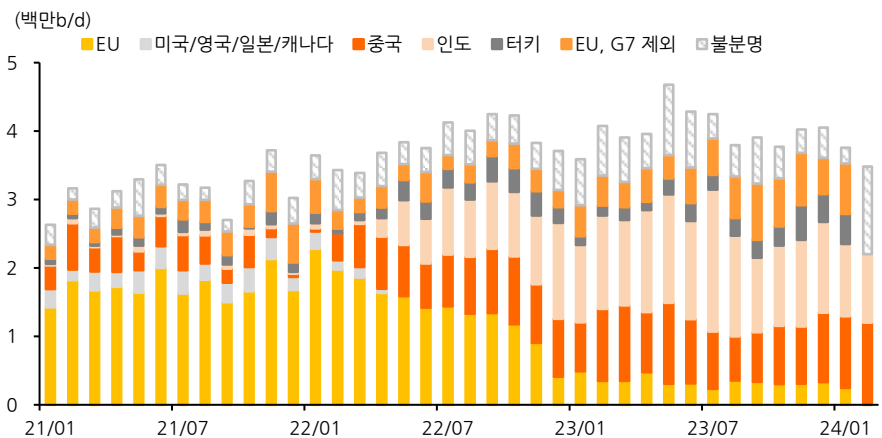
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 약 1,500 만배럴 러시아산 원유 해상에서 1 달째 대기



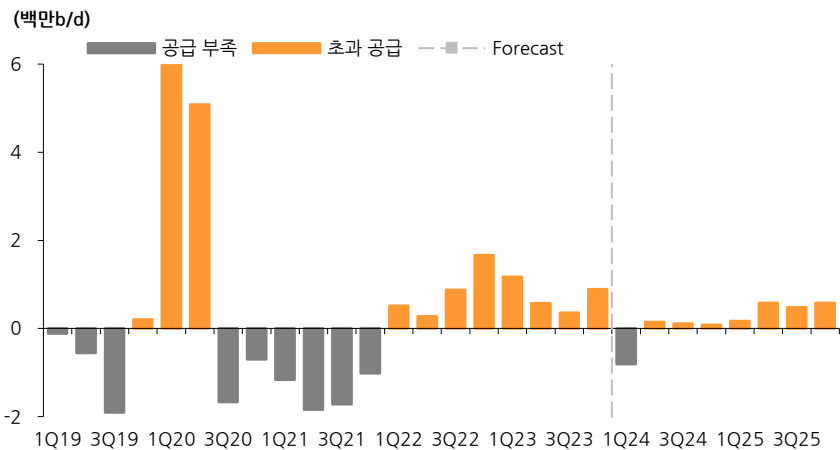
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 러시아의 지역별 원유 수출량 추이



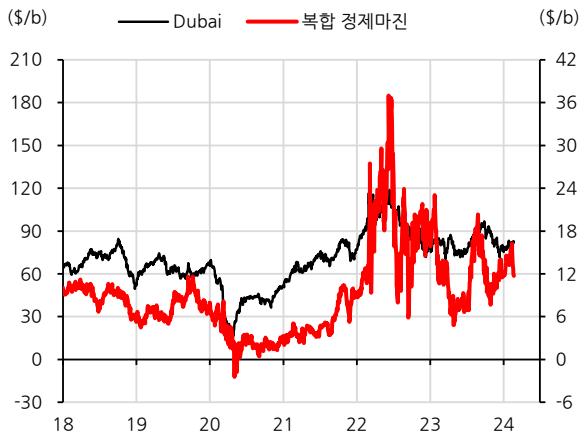
자료: Bloomberg, Brugel, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 글로벌 원유 수급 밸런스 전망



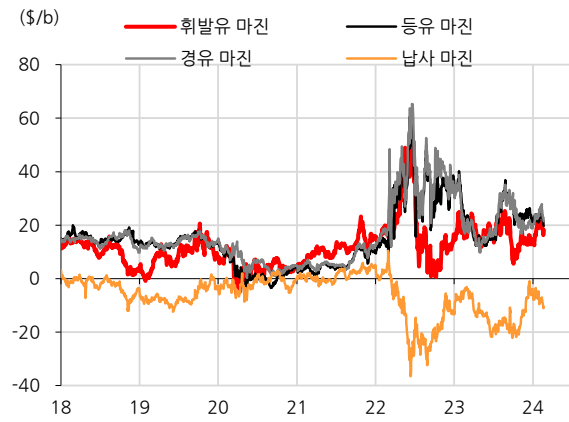
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 유가 및 복합정제마진 추이



자료: Petronet, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 석유제품별 정제마진 추이



자료: Petronet, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 미국 정유사 가동률

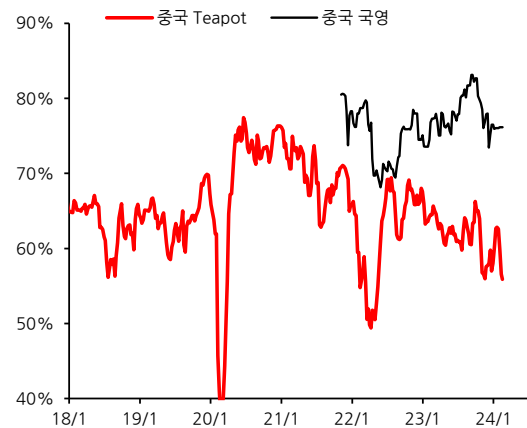
1월 한파 이후 가동률 낮아진 상태



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

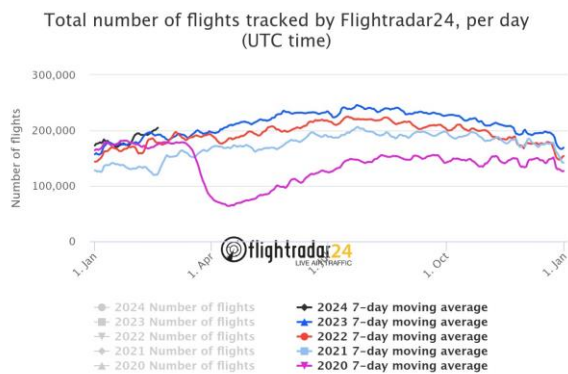
[그림14] 중국 정유사 가동률

Ural 가격 경쟁력 하락으로 Teapot 가동률 감소



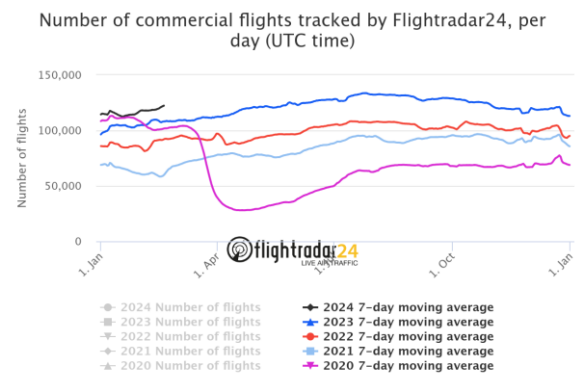
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 글로벌 항공 운항 횟수 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 글로벌 항공(민항기) 운항 횟수 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

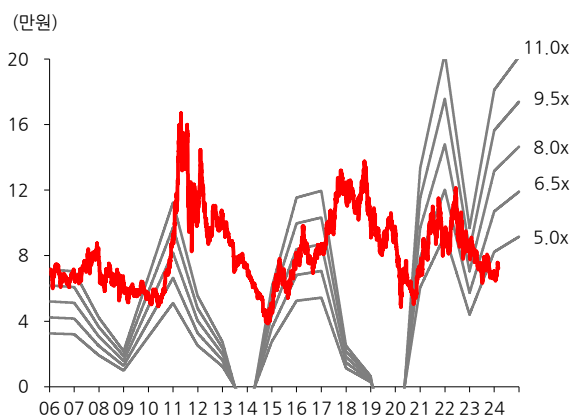
[표1] S-Oil 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	9,077.6	7,819.6	8,999.6	9,830.4	9,053.8	9,151.8	9,274.7	9,176.9	35,727.3	36,657.3	36,060.3
QoQ(%)	-14.3%	-13.9%	15.1%	9.2%	-7.9%	1.1%	1.3%	-1.1%			
YoY(%)	-2.3%	-31.7%	-19.1%	-7.2%	-0.3%	17.0%	3.1%	-6.6%	-15.8%	2.6%	-1.6%
정유	7,179.1	9,252.1	9,015.7	8,558.0	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,934.3	28,409.7	29,627.4	28,418.2
석유화학	1,366.2	1,302.3	1,161.5	1,195.5	1,038.5	1,009.1	1,124.8	980.8	4,153.2	3,744.3	3,756.3
운할기유	741.7	888.0	945.4	840.4	762.5	810.5	676.1	820.9	3,070.0	3,174.7	3,120.8
영업이익	515.7	36.4	858.9	7.5	557.4	815.5	790.8	647.2	1,418.4	2,811.0	3,109.6
OPM(%)	5.7%	0.5%	9.5%	0.1%	6.2%	8.9%	8.5%	7.1%	4.0%	7.7%	8.6%
QoQ(%)	흑전	-92.9%	2258.4%	-99.1%	7332.2%	46.3%	-3.0%	-18.2%			
YoY(%)	-61.3%	-97.9%	67.9%	흑전	8.1%	2139.4%	-7.9%	8529.9%	-58.4%	98.2%	10.6%
정유	290.6	-292.1	666.2	-265.7	288.8	534.5	492.4	384.1	399.0	1,699.8	1,873.5
OPM(%)	4.0%	-4.9%	9.3%	-3.4%	3.9%	7.2%	6.6%	5.2%	1.4%	5.7%	6.5%
경제마진(\$/bbl)	9.5	4.0	15.1	2.7	10.1	12.7	12.0	11.8	8.6	12.4	12.4
석유화학	29.3	82.0	45.4	47.0	56.7	53.8	54.5	59.2	203.7	224.1	333.5
OPM(%)	2.8%	8.1%	4.0%	3.9%	5.9%	5.8%	5.5%	6.1%	6.6%	7.0%	10.6%
PX-Spread	327.6	433.9	427.1	356.9	350.3	356.3	373.7	374.3	386.4	363.7	402.5
운할기유	195.8	246.5	147.2	226.2	211.9	227.3	243.9	204.0	815.7	887.1	902.6
OPM(%)	25.7%	30.4%	21.8%	27.0%	28.1%	27.8%	28.3%	26.7%	26.4%	27.7%	28.6%
당기순이익	265.3	-22.4	545.4	209.8	391.7	570.9	553.8	348.8	998.2	1,865.3	2,073.3
순이익률(%)	2.9%	-0.3%	6.1%	2.1%	4.3%	6.2%	6.0%	3.8%	2.8%	5.1%	5.7%

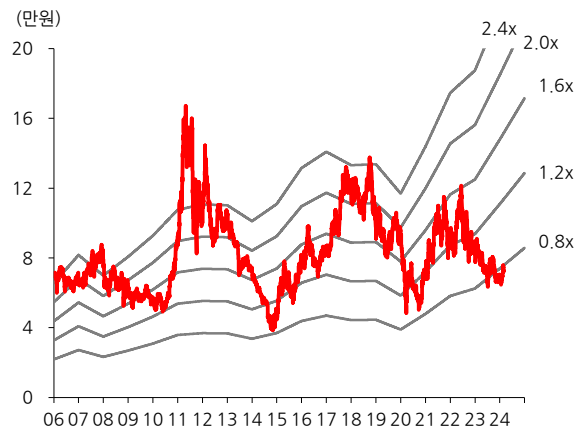
자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] S-Oil 12M 선행 PER 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림18] S-Oil 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	27,464	42,446	35,727	36,657	36,060
매출총이익	2,769	4,155	2,137	3,516	3,803
영업이익	2,141	3,405	1,418	2,811	3,110
EBITDA	2,793	4,055	2,187	3,793	4,218
순이자손익	-100	-118	-175	-125	-124
외화관련손익	-321	-339	0	0	0
지분법손익	2	0	1	0	0
세전계속사업손익	1,878	2,899	1,196	2,686	2,986
당기순이익	1,379	2,104	998	1,865	2,073
지배주주순이익	1,379	2,104	998	1,865	2,073
증가율(%)					
매출액	12.6	54.6	-15.8	2.6	-1.6
영업이익	409.7	59.0	-58.3	98.2	10.6
EBITDA	170.5	45.2	-46.1	73.4	11.2
순이익	2,006.9	52.7	-52.6	86.9	11.2
이익률(%)					
매출총이익률	10.1	9.8	6.0	9.6	10.5
영업이익률	7.8	8.0	4.0	7.7	8.6
EBITDA 이익률	10.2	9.6	6.1	10.3	11.7
세전이익률	6.8	6.8	3.3	7.3	8.3
순이익률	5.0	5.0	2.8	5.1	5.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	1,477	1,279	2,284	3,044	3,232
당기순이익	1,379	2,104	998	1,865	2,073
자산상각비	652	650	768	982	1,109
운전자본증감	-967	-2,132	789	185	37
매출채권 감소(증가)	-772	-386	-56	175	12
재고자산 감소(증가)	-1,391	-1,338	97	320	21
매입채무 증가(감소)	1,066	221	624	-336	-22
투자현금흐름	197	-773	-1,894	-2,589	-2,548
유형자산처분(취득)	-97	-569	-2,005	-2,566	-2,524
무형자산 감소(증가)	-12	-1	-2	0	0
투자자산 감소(증가)	-3	-2	-1	0	-1
재무현금흐름	-466	-1,142	537	-197	-349
차입금의 증가(감소)	-281	-453	974	0	0
자본의 증가(감소)	-117	-617	-663	-197	-349
배당금의 지급	117	617	663	197	349
총현금흐름	2,627	3,738	2,300	2,860	3,195
(-)운전자본증감(감소)	759	1,315	-341	-185	-37
(-)설비투자	272	599	2,005	2,566	2,524
(+)자산매각	163	29	-2	0	0
Free Cash Flow	1,759	1,854	634	478	708
(-)기타투자	-101	1,020	-562	22	23
잉여현금	1,860	835	1,196	456	685
NOPLAT	1,572	2,472	1,184	1,952	2,159
(+) Dep	652	650	768	982	1,109
(-)운전자본투자	759	1,315	-341	-185	-37
(-)Capex	272	599	2,005	2,566	2,524
OpFCF	1,193	1,209	289	552	781

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	8,377	9,206	10,245	10,031	10,358
현금성자산	1,973	1,494	2,251	2,510	2,846
매출채권	2,841	2,964	2,628	2,453	2,442
재고자산	3,545	4,733	4,819	4,499	4,478
비유동자산	10,316	10,407	11,677	13,283	14,721
투자자산	643	713	586	608	631
유형자산	9,565	9,588	10,991	12,582	14,005
무형자산	108	106	99	92	85
자산총계	18,693	19,613	21,921	23,314	25,079
유동부채	8,505	8,213	9,259	8,970	8,998
매입채무	5,253	4,752	5,055	4,719	4,696
유동성이자부채	2,893	2,609	3,031	3,031	3,031
비유동부채	3,200	2,917	3,554	3,566	3,579
비유동이자부채	2,951	2,611	3,036	3,036	3,036
부채총계	11,705	11,130	12,812	12,537	12,577
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	5,334	6,829	7,454	9,122	10,847
자본조정	31	32	32	32	32
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	6,988	8,483	9,109	10,777	12,502

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	12,114	18,504	8,815	16,472	18,313
BPS	59,929	72,754	78,119	92,424	107,215
DPS	3,800	5,500	1,690	2,990	3,190
CFPS	22,527	32,059	19,726	24,526	27,400
ROA(%)	8.0	11.0	4.8	8.2	8.6
ROE(%)	21.8	27.2	11.3	18.8	17.8
ROIC(%)	14.7	21.6	9.5	14.4	14.4
Multiples(x, %)					
PER	7.1	4.5	9.3	4.4	4.0
PBR	1.4	1.1	1.0	0.8	0.7
PSR	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2
PCR	3.8	2.6	4.1	3.0	2.7
EV/EBITDA	4.9	3.3	6.0	3.2	2.8
배당수익률	4.4	6.6	2.1	4.1	4.4
안정성(%)					
부채비율	167.5	131.2	140.7	116.3	100.6
Net debt/Equity	55.4	43.9	41.9	33.0	25.8
Net debt/EBITDA	138.6	91.9	174.5	93.8	76.4
유동비율	98.5	112.1	110.7	111.8	115.1
이자보상배율(배)	19.5	22.5	7.8	18.5	20.5
자산구조(%)					
투하자본	80.4	84.6	82.0	82.1	81.9
현금+투자자산	19.6	15.4	18.0	17.9	18.1
자본구조(%)					
차입금	45.5	38.1	40.0	36.0	32.7
자기자본	54.5	61.9	60.0	64.0	67.3

[Compliance Notice]

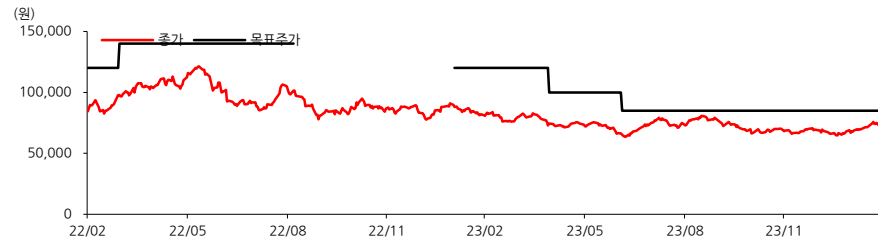
(공표일: 2024년 02월 28일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[S-오일 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.03.29	2022.04.21	2022.04.28	2022.05.12	2022.06.08
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		140,000	140,000	140,000	140,000	140,000
일 시	2023.01.31	2023.01.31	2023.04.07	2023.04.28	2023.07.04	2023.10.11
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	윤용식	120,000	120,000	100,000	85,000	85,000
일 시	2023.10.31	2024.01.17	2024.02.28			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	85,000	85,000	85,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.03.29	Buy	140,000	-32.28	-13.21
2023.01.31	Buy	120,000	-32.32	-26.42
2023.04.28	Buy	100,000	-27.43	-24.40
2023.07.04	Buy	85,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%