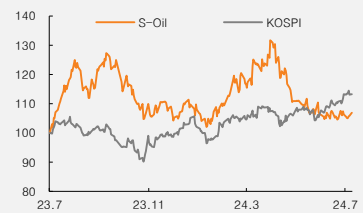


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 85,000원
현재주가(24/7/15)	67,800원
상승여력	25.4%

영업이익(24F,십억원)	1,045
Consensus 영업이익(24F,십억원)	1,436
EPS 성장률(24F,%)	-45.9
MKT EPS 성장률(24F,%)	84.4
P/E(24F,x)	15.4
MKT P/E(24F,x)	11.1
KOSPI	2,860.92
시가총액(십억원)	7,633
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	77.6
벤투(12M) 일간수익률	0.44
52주 최저가(원)	64,700
52주 최고가(원)	83,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.0	2.0	-0.1
상대주가	-3.6	-10.0	-8.3



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

010950 · 석유정제

S-Oil

## 점차 회복하는 정제마진

## 목표주가 8.5만원으로 하향, 매수 의견 유지

S-Oil의 목표주가를 8.5만원으로 4.5% 하향 조정하며, 매수 의견을 유지한다. 목표주가 하향 조정 요인은 2분기 실적 전망치 하향 조정 때문이다. 예상보다 길어진 정제마진 부진으로 인해 실적 전망치를 하향 조정했으며, 23년 대비 ROE를 비교해 적정 밸류에이션은 PBR 1배를 적용했다(현재 12MF PBR 0.77배). 하지만 여전히 밸류에이션 측면에서 저평가 구간에 위치하고 있고, 업황이 점차 돌아서고 있는 점 등을 들어 매수 의견은 유지한다.

## 2Q24 Preview: 예상보다 길어진 정제마진의 부진

동사의 2Q24 영업이익은 987억원으로 하향 조정 진행 중인 컨센서스(2,250억원)를 약 56% 하회할 것으로 전망한다. 동사의 이전 전망치였던 6,879억원을 약 6천억원 가까이 하향 조정한 이유는 예상보다 길어진 정제마진의 부진 때문이다. 싱가포르 마진 기준, 2분기 배럴당 4.3달러를 기록했으며 이는 약 3년만의 정제마진 최저점 경신이다. 역내 중국 수출 물량이 증가했지만 높은 운임으로 인해 아시아 내에 석유제품이 갇힌 점을 재고가 높아진 주 요인으로 보고 있다. 화학과 윤활유는 전분기과 유사한 수준의 실적을 예상한다.

윤활유(1,587억원)와 화학(537억원)은 전분기와 유사한 수준의 실적을 예상한다. 윤활유는 부진했던 4~5월을 지나 6월부터는 다시 마진을 회복하고 있으며, 화학은 PX의 선방으로 견조한 이익을 기록할 전망이다.

## 하반기 전망: 이익체력을 회복하는 시기

하반기는 아시아 정제마진 회복으로 인해 동사 실적 개선을 예상하며, 동사의 3Q/4Q 영업이익은 2,744억원/2,182억원을 전망한다. 정유 부문의 아쉬웠던 정제마진은 6월부터 등경유를 위주로 회복하고 있고, 이는 인도 수요 증가와 중국의 정제설비가동률 감소에 기인한다. 전반적인 석유제품의 수요 하향 조정도 일단락된 만큼 하반기에는 이익 체력이 회복되는 시기가 될 것으로 전망한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	42,446	35,727	38,411	37,009	36,909
영업이익 (십억원)	3,405	1,355	1,045	1,711	1,928
영업이익률 (%)	8.0	3.8	2.7	4.6	5.2
순이익 (십억원)	2,104	949	514	1,151	1,295
EPS (원)	18,047	8,137	4,405	9,875	11,104
ROE (%)	27.2	10.8	5.6	11.6	11.8
P/E (배)	4.6	8.6	15.4	6.9	6.1
P/B (배)	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
배당수익률 (%)	6.6	2.4	1.3	2.9	2.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

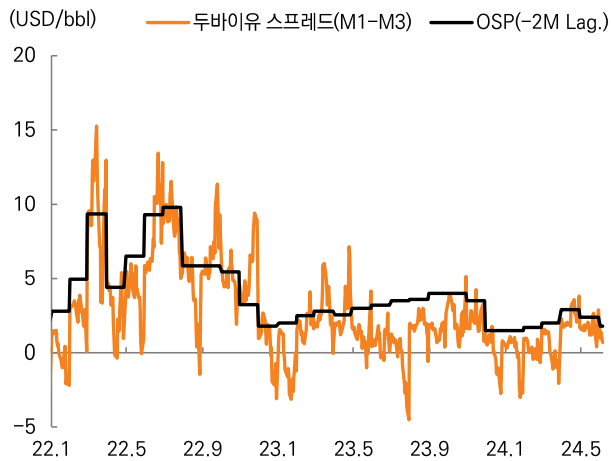
표 1. S-Oil 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	합계	9,077.7	7,819.6	8,999.6	9,830.4	9,308.5	10,185.4	9,993.9	8,922.8	35,727.3	38,410.6	37,008.9
	정유	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,444.8	8,055.2	7,988.2	6,824.3	28,257.2	30,312.5	29,087.4
	화학	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,096.8	1,298.7	1,317.6	1,293.4	4,384.7	5,006.6	4,963.7
	유탄유	762.5	810.5	676.1	836.3	766.9	831.4	688.1	805.1	3,085.4	3,091.5	2,957.9
영업이익	합계	515.7	36.4	858.8	7.6	454.1	98.7	274.4	218.2	1,418.5	1,045.3	1,711.5
	정유	290.6	-292.1	666.2	-265.7	250.4	-113.8	87.6	-13.5	399.0	210.8	772.3
	화학	29.3	82.0	45.4	47.0	48.0	53.7	49.7	42.4	203.7	193.8	253.4
	유탄유	195.8	246.5	147.2	226.2	155.7	158.7	137.0	189.3	815.7	640.8	685.8
세전이익		354.9	-33.8	737.0	73.6	227.2	37.0	173.2	259.4	1,131.7	696.8	1,556.0
순이익(지배)		265.3	-22.4	545.4	160.5	166.2	27.4	128.1	192.0	948.8	513.7	1,151.4

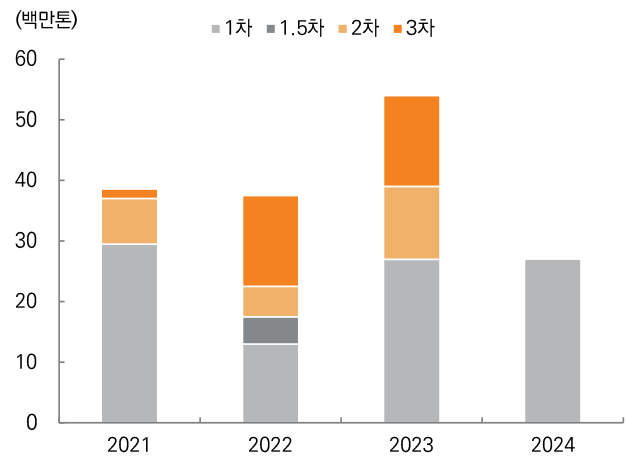
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국제유가 및 사우디 OSP 추이



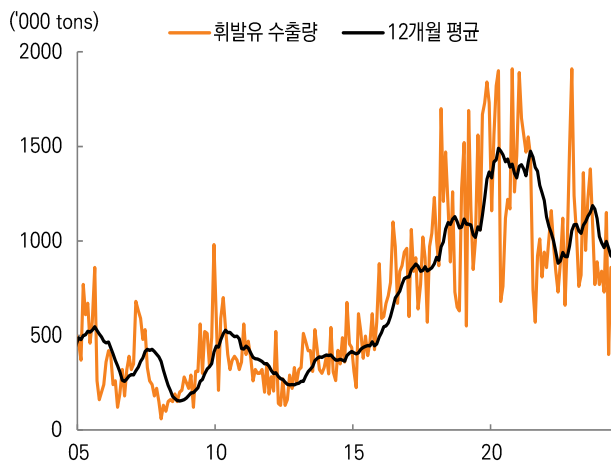
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 수출 한도(Quota) 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중국 휘발유 수출량 추이



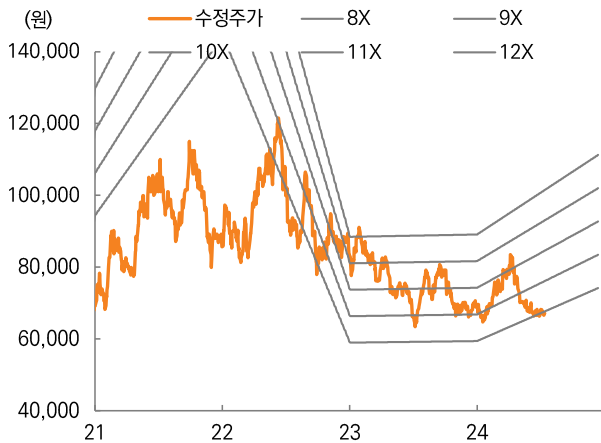
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 경유 수출량 추이



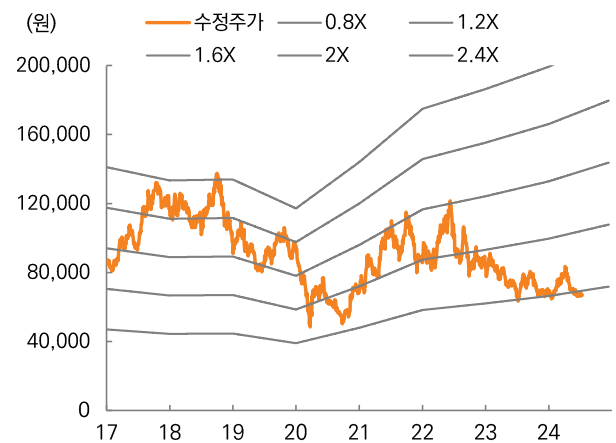
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. S-Oil 12MF PER 밴드 차트



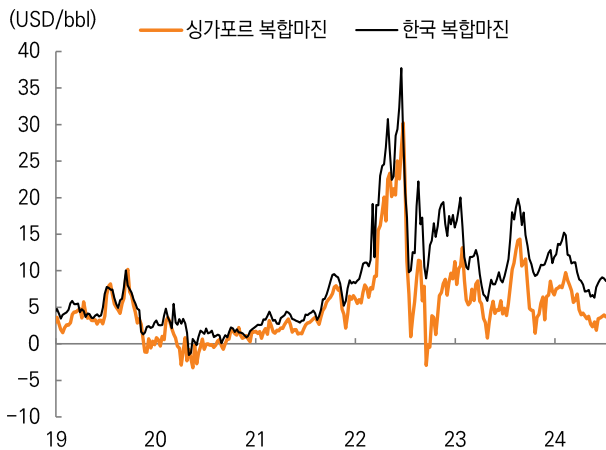
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



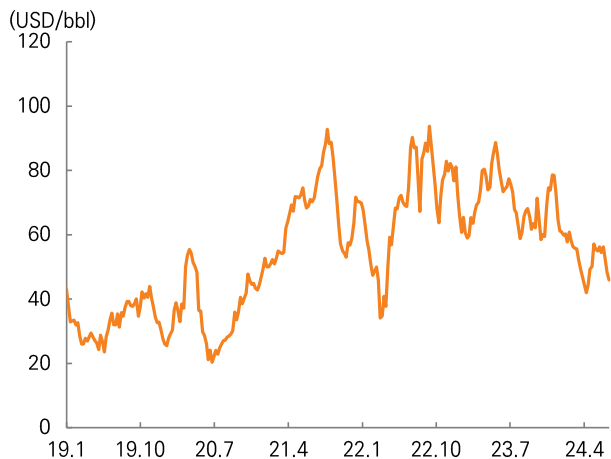
자료: Reuters, 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 아시아 석유제품별 마진 추이



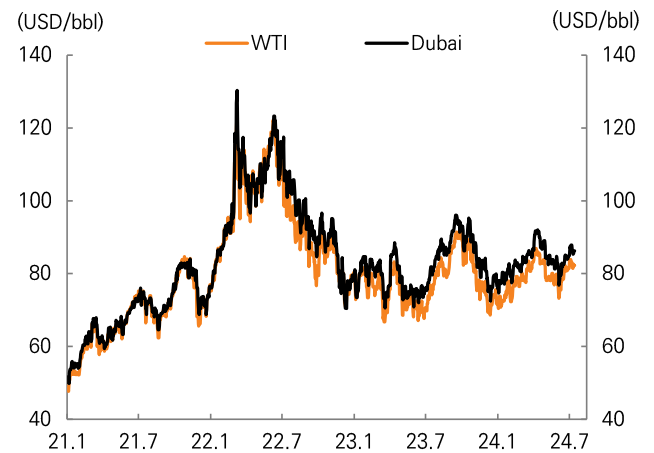
자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 윤활기유 스프레드 추이



자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 글로벌 정제설비 증설 현황

기업명	위치	상태	상업가동년도	Capacity (b/d)
Shenghong Petrochemical	중국, Lianyungang	가동중	2022년 5월	320,000
PRefChem	말레이시아, Johor, Pengerang	가동중	2022년 5월	300,000
ZPC	중국, Lianyungang	가동중	2023년 1월	400,000
ExxonMobil	미국, Beaumont	가동중	2023년 3월	250,000
Aramco	사우디 아라비아, Jizan	가동중	2023년 3월	400,000
Marathon	미국, Texas	가동중	2023년 4월	40,000
Valero	미국, Texas	가동중	2023년 4월	55,000
Dangote group	나이지리아, Lekki Free Zone	가동중	2023년 5월	650,000
CNPC	중국, Guangdong	가동중	2023년 6월	400,000
HPC	인도, Visakhapatnam	가동중	2023년 6월	137,000
OQ+KPI	오만, Al Wusta	가동중	2023년 9월	230,000
Midland Oil Corp.	이라크, Karbala	가동중	2023년 11월	140,000
KIPIC	쿠웨이트, 북쿠웨이트	가동중	2023년 12월	615,000
Pemex	멕시코, Tabasco	가동중	2024년 1월	340,000
BAPCO	바레인, Sitra	시공중	2024년	113,000
Shandong Yulong Petrochemical	중국, Shandong	시공중	2024년	400,000
Mongol Refinery State Owned LLC	몽골, Dornogovi	시공중	2025년	135,000
HAPC	중국, Liaoning	시공중	2026년	300,000
합계				5,225,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## S-Oil (010950)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	35,727	38,411	37,009	36,909
매출원가	33,621	36,586	34,519	34,202
매출총이익	2,106	1,825	2,490	2,707
판매비와관리비	751	779	779	779
조정영업이익	1,355	1,045	1,711	1,928
영업이익	1,355	1,045	1,711	1,928
비영업손익	-223	-348	-155	-178
금융손익	-181	-217	-122	-145
관계기업등 투자손익	2	1	0	0
세전계속사업손익	1,132	697	1,556	1,750
계속사업법인세비용	183	183	405	455
계속사업이익	949	514	1,151	1,295
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	949	514	1,151	1,295
지배주주	949	514	1,151	1,295
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	927	514	1,151	1,295
지배주주	927	514	1,151	1,295
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	2,074	1,842	2,664	3,025
FCF	340	-1,870	-1,459	-468
EBITDA 마진율 (%)	5.8	4.8	7.2	8.2
영업이익률 (%)	3.8	2.7	4.6	5.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	1.3	3.1	3.5

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,648	9,897	9,589	9,761
현금 및 현금성자산	1,963	2,088	1,401	1,555
매출채권 및 기타채권	2,988	2,952	3,096	3,103
재고자산	4,639	4,804	5,038	5,049
기타유동자산	58	53	54	54
비유동자산	11,928	13,395	16,045	17,949
관계기업투자등	41	37	39	39
유형자산	11,152	12,719	15,372	17,282
무형자산	116	116	109	103
자산총계	21,576	23,292	25,634	27,710
유동부채	9,255	8,847	10,130	11,144
매입채무 및 기타채무	5,228	4,714	4,943	4,954
단기금융부채	2,847	3,085	4,088	5,088
기타유동부채	1,180	1,048	1,099	1,102
비유동부채	3,284	5,062	5,075	5,076
장기금융부채	2,991	4,796	4,796	4,796
기타비유동부채	293	266	279	280
부채총계	12,539	13,910	15,206	16,220
지배주주지분	9,038	9,382	10,428	11,490
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,695	8,742	9,804
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	9,038	9,382	10,428	11,490

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,526	485	2,141	2,532
당기순이익	949	514	1,151	1,295
비현금수익비용가감	995	1,293	1,399	1,696
유형자산감가상각비	711	790	946	1,090
무형자산상각비	8	7	7	6
기타	276	496	446	600
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,473	-1,173	-85	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-4	-113	-5
재고자산 감소(증가)	209	-104	-234	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	882	58	200	10
법인세납부	-695	-71	-325	-455
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,066	-2,234	-3,432	-2,800
유형자산처분(취득)	-2,165	-2,352	-3,600	-3,000
무형자산감소(증가)	-2	-6	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	151	6	-3	0
기타투자활동	-50	118	171	200
재무활동으로 인한 현금흐름	193	1,845	606	422
장단기금융부채의 증가(감소)	618	2,043	1,003	1,000
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-373	-23	-105	-233
기타재무활동	-52	-175	-292	-345
현금의 증가	653	125	-687	154
기초현금	1,310	1,963	2,088	1,401
기말현금	1,963	2,088	1,401	1,555

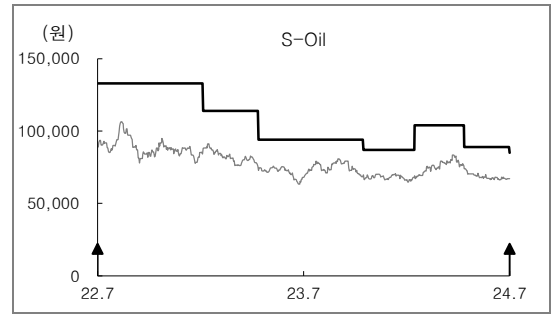
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	8.6	15.4	6.9	6.1
P/CF (x)	4.2	4.4	3.1	2.6
P/B (x)	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	5.7	7.4	5.7	5.3
EPS (원)	8,137	4,405	9,875	11,104
CFPS (원)	16,672	15,491	21,876	25,650
BPS (원)	77,522	80,475	89,450	98,556
DPS (원)	1,700	900	2,000	2,000
배당성향 (%)	20.2	19.7	19.6	17.4
배당수익률 (%)	2.4	1.3	2.9	2.9
매출액증가율 (%)	-15.8	7.5	-3.6	-0.3
EBITDA증가율 (%)	-48.9	-11.2	44.6	13.5
조정영업이익증가율 (%)	-60.2	-22.8	63.7	12.7
EPS증가율 (%)	-54.9	-45.9	124.2	12.4
매출채권 회전율 (회)	15.5	16.5	15.5	15.1
재고자산 회전율 (회)	7.6	8.1	7.5	7.3
매입채무 회전율 (회)	9.4	9.0	8.2	7.9
ROA (%)	4.6	2.3	4.7	4.9
ROE (%)	10.8	5.6	11.6	11.8
ROIC (%)	9.0	5.3	7.7	7.5
부채비율 (%)	138.7	148.3	145.8	141.2
유동비율 (%)	104.2	111.9	94.7	87.6
순차입금/자기자본 (%)	42.5	61.4	71.4	72.2
조정영업이익/금융비용 (x)	5.7	3.8	5.9	5.6

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

## 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
S-Oil (010950)				
2024.07.15	매수	85,000	-	-
2024.04.26	매수	89,000	-23.31	-17.75
2024.01.29	매수	104,000	-27.27	-19.71
2023.10.30	매수	87,000	-21.92	-18.85
2023.04.27	매수	94,000	-22.15	-14.15
2023.01.19	매수	114,000	-28.12	-20.09
2022.04.07	매수	133,000	-28.69	-8.65



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

## 투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

\* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 S-Oil 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.