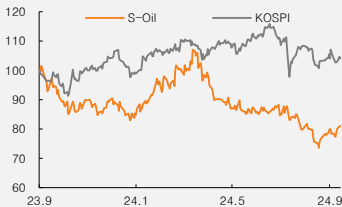


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 79,000원
현재주가(24/10/8)	63,200원
상승여력	25.0%

영업이익(24F, 십억원)	245
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,030
EPS 성장률(24F, %)	-
MKT EPS 성장률(24F, %)	81.0
P/E(24F, x)	-
MKT P/E(24F, x)	10.3
KOSPI	2,594.36
시가총액(십억원)	7,115
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	76.1
베타(12M) 일간수익률	0.28
52주 최저가(원)	57,400
52주 최고가(원)	83,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	7.1	-23.9	-13.3
상대주가	5.1	-20.2	-19.5



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

010950 · 석유정제

S-Oil

업황 부진에도 정유주가 좋아보이는 이유

투자의견 매수와 목표주가 7.9만원 제시

S-Oil 투자의견을 매수로 유지하며, 목표주가는 8.5만원에서 7.9만원으로 하향 조정한다. 정제마진의 회복 시기 지연으로 인한 향후 12개월 실적 전망치의 하향했다. 밸류에이션은 기술적인 반등이 나타났던 COVID-19 밸류에이션(PBR 1.3배)에서, 아직 약한 수급 밸런스를 반영해 25% 디스카운트를 준 1.04배를 적용했다.

하지만 동사에 대한 매수가 시의적절하다고 보는 이유는 1) 역사적 최저점을 기록중인 밸류에이션 PBR 0.75배, 2) 국제유가와 정제마진의 반등 기대, 3) 이미 주가에 반영된 업황 부진을 들어 매수 의견을 유지한다.

3Q24 Preview: 시장 가격에 반영된 3분기 부진

동사의 3Q24 영업손익은 -2,638억원으로 최근 1개월 시장 컨센서스인 -2,623억원에 부합할 것으로 전망한다. 지난 2분기 실적발표 당시의 3분기 영업이익 기대치는 3~4천억원 수준이었는데, 이보다 기대치는 크게 낮아졌다.

기대치 하향 조정 요인은 정유 부문의 부진(-4,237억원)이다. 유가 하락으로 인한 재고관련손실 및 환율 하락 효과, OSP 인상 등이 복합적으로 영향을 미쳤다. 미국과 중국의 수요 부진 영향이 컸으며, 공급단에서는 OPEC+의 증산 소식이 시장 우려를 가속화시켰다. 정제마진 자체만 본다면 분기 평균으로 전분기 대비 소폭 하락(싱가포르 마진 기준, 4.3달러→4.2달러)해 큰 영향은 없었다.

국제유가 및 정제마진 전망

국제유가는 중장기적으로는 약세, 단기적으로는 강세를 전망한다. 원유 수급 상황은 아직 개선되지 않았다. 미국과 중국의 수요 부진은 이어지고 있으며, OPEC+는 12월 증산을 계획 중이다. 하지만 이란-이스라엘의 지정학적 리스크 확대, 그리고 미국과 중국의 경기부양책으로 인한 숏커버링이 이어질 수 있다.

정제마진은 경등유 마진 확대 구간에 들어서며 개선을 전망한다. 계절적으로 난방 수요에 대한 재고 축적 기간에 들어선 것으로 보고 있으며, 이는 특히 경유 비중이 높은 국내 정유사들에 유리할 것으로 전망한다. 그리고 운임 하락으로 인한 유럽 수출 증가, 미국 정유사 정기보수도 정제마진 회복을 예상하는 요인이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	42,446	35,727	36,363	34,050	33,257
영업이익 (십억원)	3,405	1,355	245	468	880
영업이익률 (%)	8.0	3.8	0.7	1.4	2.6
순이익 (십억원)	2,104	949	-179	80	355
EPS (원)	18,047	8,137	-1,533	686	3,049
ROE (%)	27.2	10.8	-2.0	0.9	4.0
P/E (배)	4.6	8.6	-	92.1	20.7
P/B (배)	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
배당수익률 (%)	6.6	2.4	-	0.2	0.2

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	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	합계	9,077.7	7,819.6	8,999.6	9,830.4	9,308.5	9,570.8	9,258.8	8,225.2	35,727.3	36,363.3	34,049.9
	정유	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,444.8	7,451.4	7,277.3	6,380.8	28,257.2	28,554.3	26,640.0
	화학	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,096.8	1,308.5	1,243.4	1,156.5	4,384.7	4,805.2	4,543.4
	유탄유	762.5	810.5	676.1	836.3	766.9	810.9	738.1	687.9	3,085.4	3,003.8	2,866.5
영업이익	합계	515.7	36.4	858.8	7.6	454.1	160.7	-263.8	-106.4	1,418.5	244.7	468.0
	정유	290.6	-292.1	666.2	-265.7	250.4	-95.0	-423.7	-201.8	399.0	-470.1	-311.0
	화학	29.3	82.0	45.4	47.0	48.0	109.9	11.6	-52.6	203.7	116.9	93.1
	유탄유	195.8	246.5	147.2	226.2	155.7	145.8	148.3	148.1	815.7	597.9	685.8
세전이익		354.9	-33.8	737.0	73.6	227.2	-40.9	-364.9	-72.4	1,131.7	-251.0	108.2
순이익(지배)		265.3	-22.4	545.4	160.5	166.2	-21.3	-270.1	-53.5	948.8	-178.7	80.0

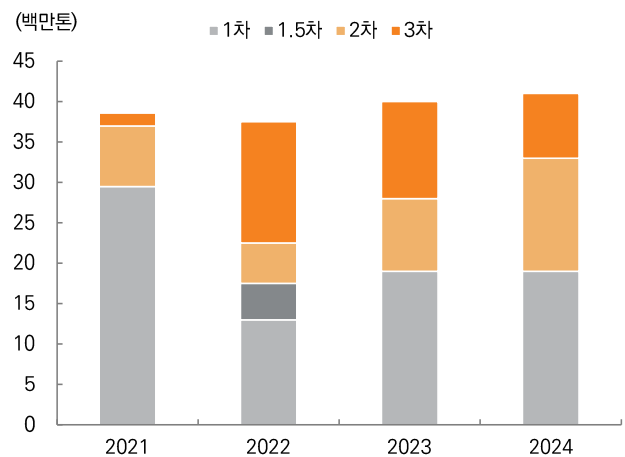
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 경등유 마진 개선 구간 시작



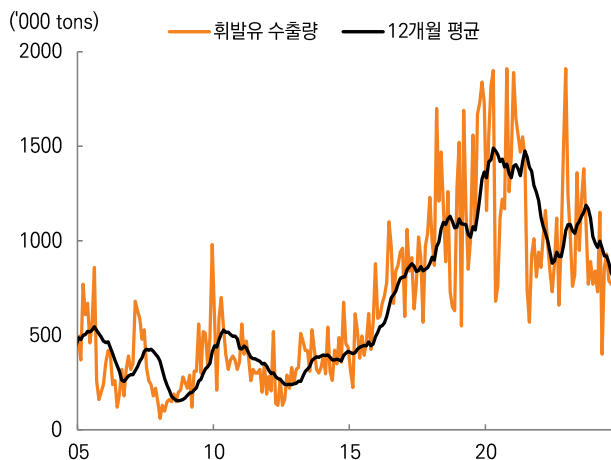
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 수출 한도(Quota) 추이



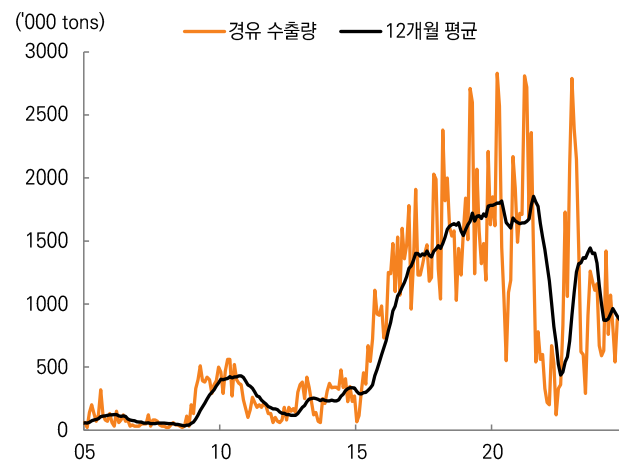
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중국 휘발유 수출량 추이



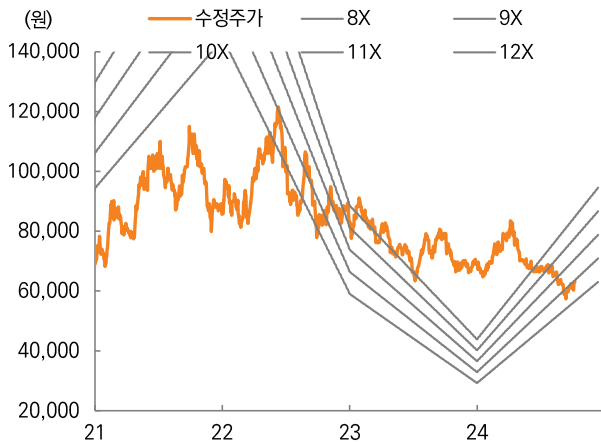
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 경유 수출량 추이



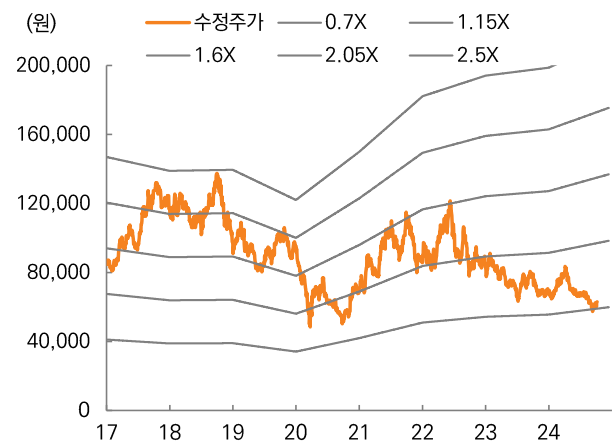
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. S-Oil 12MF PER 밴드 차트



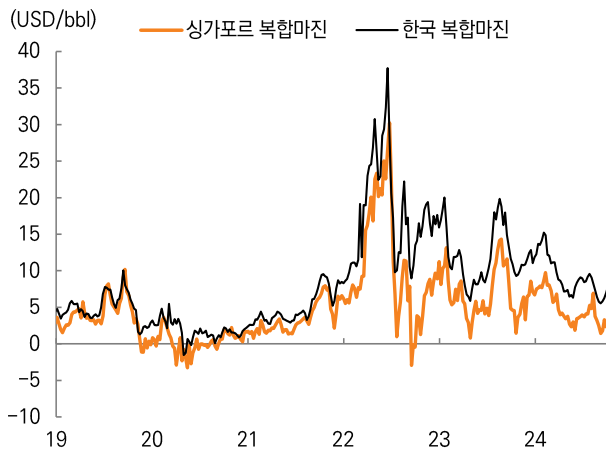
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



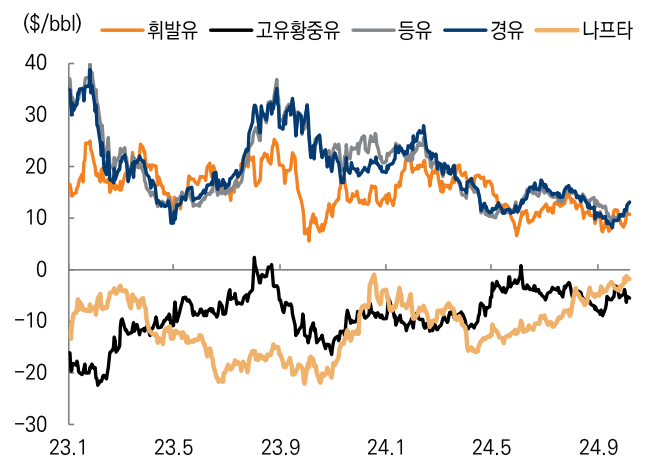
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



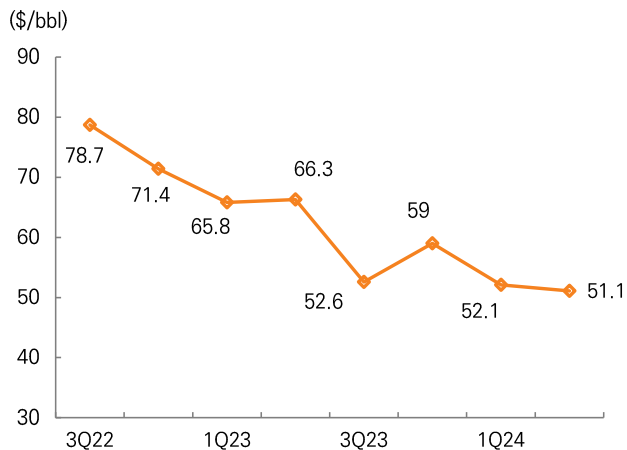
자료: Reuters, 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 아시아 석유제품별 마진 추이



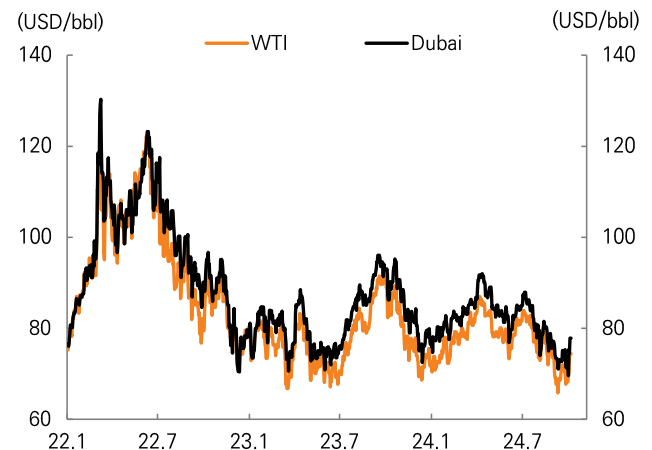
자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

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	36,363	34,050	33,257
매출원가	33,621	35,312	32,776	31,570
매출총이익	2,106	1,051	1,274	1,687
판매비와관리비	751	806	806	806
조정영업이익	1,355	245	468	880
영업이익	1,355	245	468	880
비영업손익	-223	-496	-360	-400
금융손익	-181	-225	-260	-300
관계기업등 투자손익	2	2	0	0
세전계속사업손익	1,132	-251	108	480
계속사업법인세비용	183	-72	28	125
계속사업이익	949	-179	80	355
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	949	-179	80	355
지배주주	949	-179	80	355
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	927	-178	80	355
지배주주	927	-178	80	355
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	2,074	1,001	1,360	1,909
FCF	340	-2,704	-2,440	-1,285
EBITDA 마진율 (%)	5.8	2.8	4.0	5.7
영업이익률 (%)	3.8	0.7	1.4	2.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	-0.5	0.2	1.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,648	7,673	7,744	7,549
현금 및 현금성자산	1,963	477	310	213
매출채권 및 기타채권	2,988	2,781	2,873	2,835
재고자산	4,639	4,367	4,511	4,452
기타유동자산	58	48	50	49
비유동자산	11,928	13,409	16,119	18,089
관계기업투자등	41	34	35	35
유형자산	11,152	12,691	15,410	17,390
무형자산	116	153	143	133
자산총계	21,576	21,082	23,862	25,638
유동부채	9,255	8,341	9,999	11,434
매입채무 및 기타채무	5,228	3,770	3,895	3,843
단기금융부채	2,847	3,604	5,106	6,605
기타유동부채	1,180	967	998	986
비유동부채	3,284	4,042	5,050	5,047
장기금융부채	2,991	3,796	4,796	4,796
기타비유동부채	293	246	254	251
부채총계	12,539	12,383	15,049	16,481
지배주주지분	9,038	8,698	8,813	9,157
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,012	7,126	7,470
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	9,038	8,698	8,813	9,157

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,526	-434	1,160	1,715
당기순이익	949	-179	80	355
비현금수익비용가감	995	1,171	1,070	1,424
유형자산감가상각비	711	746	882	1,020
무형자산상각비	8	10	10	9
기타	276	415	178	395
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,473	-1,323	-72	30
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	113	-73	30
재고자산 감소(증가)	209	297	-144	59
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	882	-277	124	-51
법인세납부	-695	25	52	-125
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,066	-2,216	-3,543	-2,910
유형자산처분(취득)	-2,165	-2,267	-3,600	-3,000
무형자산감소(증가)	-2	-19	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	151	10	-2	1
기타투자활동	-50	60	59	89
재무활동으로 인한 현금흐름	193	1,129	2,217	1,098
장단기금융부채의 증가(감소)	618	1,562	2,502	1,499
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-373	-189	35	-12
기타재무활동	-52	-244	-320	-389
현금의 증가	653	-1,487	-166	-97
기초현금	1,310	1,963	477	310
기말현금	1,963	477	310	213

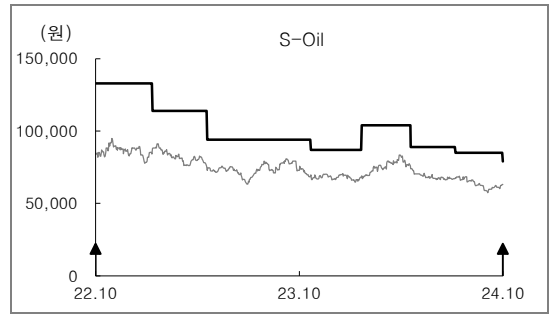
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	8.6	-	92.1	20.7
P/CF (x)	4.2	7.4	6.4	4.1
P/B (x)	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	5.7	14.2	12.4	9.7
EPS (원)	8,137	-1,533	686	3,049
CFPS (원)	16,672	8,513	9,867	15,265
BPS (원)	77,522	74,614	75,599	78,547
DPS (원)	1,700	-300	100	100
배당성향 (%)	20.2	18.9	14.1	3.2
배당수익률 (%)	2.4	-	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	-15.8	1.8	-6.4	-2.3
EBITDA증가율 (%)	-48.9	-51.7	35.9	40.4
조정영업이익증가율 (%)	-60.2	-81.9	91.3	88.1
EPS증가율 (%)	-54.9	-	-	344.2
매출채권 회전율 (회)	15.5	16.1	15.1	14.7
재고자산 회전율 (회)	7.6	8.1	7.7	7.4
매입채무 회전율 (회)	9.4	9.1	8.6	8.2
ROA (%)	4.6	-0.8	0.4	1.4
ROE (%)	10.8	-2.0	0.9	4.0
ROIC (%)	9.0	0.9	2.1	3.3
부채비율 (%)	138.7	142.4	170.8	180.0
유동비율 (%)	104.2	92.0	77.4	66.0
순차입금/자기자본 (%)	42.5	79.3	108.5	121.8
조정영업이익/금융비용 (x)	5.7	1.0	1.5	2.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
S-Oil (010950)				
2024.10.08	매수	79,000	-	-
2024.07.15	매수	85,000	-25.12	-19.06
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

투자의견 분류 및 적용기준

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(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 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.