

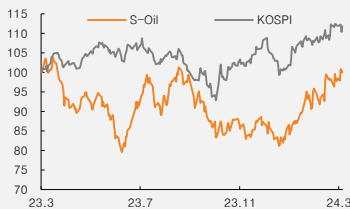
| | |
|--------------|----------|
| 투자 의견(유지) | 매수 |
| 목표주가(유지) | 104,000원 |
| 현재주가(24/4/4) | 79,700원 |
| 상승여력 | 30.5% |

| | |
|--------------------------|-------|
| 영업이익(24F, 십억원) | 1,818 |
| Consensus 영업이익(24F, 십억원) | 1,964 |

| | |
|---------------------|----------|
| EPS 성장률(24F, %) | 28.1 |
| MKT EPS 성장률(24F, %) | 65.6 |
| P/E(24F, x) | 7.6 |
| MKT P/E(24F, x) | 11.6 |
| KOSPI | 2,742.00 |

| | |
|---------------|--------|
| 시가총액(십억원) | 8,973 |
| 발행주식수(백만주) | 113 |
| 유동주식비율(%) | 36.6 |
| 외국인 보유비중(%) | 78.7 |
| 베타(12M) 일간수익률 | 0.87 |
| 52주 최저가(원) | 63,400 |
| 52주 최고가(원) | 82,800 |

| (%) | 1M | 6M | 12M |
|------|-----|------|-------|
| 절대주가 | 6.1 | 7.0 | -3.4 |
| 상대주가 | 3.5 | -6.1 | -12.6 |



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

S-Oil

정제마진 반등은 두번째 상승 기회

투자 의견 매수, 목표주가 10.4만원으로 Top Pick 유지

S-Oil의 주가 상승여력은 아직 남았으며, 최근 조정받았던 정제마진의 회복을 통해 추가 실적 개선이 가능하다고 판단한다. 예상보다 강한 미국 경기는 글로벌 원유 수요 상회 요인으로 작용하고 있으며, 드라이빙 시즌으로 이어지며 지속적으로 휘발유 수요를 자극할 것이다. 특히, 휘발유는 글로벌 재고가 낮으며, 러시아 휘발유 수출 금지 영향으로 정제마진 개선을 앞서서 이끌 것으로 전망한다. 12MF PBR은 여전히 0.89배로 밴드 최하단에서 크게 벗어나지 못했다. 가격적 매력은 충분하다.

1Q24 Preview: 시장 기대치 상회 전망

동사의 1Q24 영업이익은 5,957억원으로 컨센서스를 약 22% 상회할 것으로 전망한다. 시장 기대치 상회 요인은 정유 부문의 호실적이다. 정유 영업이익은 3,844억원으로 전분기 대비 약 6,500억원 개선될 것으로 예상한다. 전분기 대비 개선 요인은 재고관련손익 +2,250억원, 래깅효과 +1,100억원, 환차익 +2,400억원 등이다.

화합은 PX 스프레드 축소로 인해 279억원(전분기대비 -40.6%)을 전망하며, 윤활유 역시 윤활기유 마진 축소로 1,834억원(전분기대비 -18.9%)을 전망한다.

향후 전망: 휘발유 중심의 정제마진 개선

최근 국제유가의 상승 덕에 정유주들이 주목을 받았으며, 지금부터는 정제마진의 개선에 주목해야 한다. 휘발유는 중국/미국/유럽 모두 수요가 좋은 편이며, 곧 다가올 드라이빙 시즌 때문에 마진이 상승할 가능성이 높다. 최근 경등유 마진은 비수기에 접어들며 조정을 받았다. 하지만 글로벌 경등유 재고는 글로벌하게도 여전히 5년래 볼 수 없는 최저점을 기록중이기에 추가 하락 가능성은 제한적이다. 게다가 주요국 제조업 PMI의 회복세도 향후 경등유 마진 회복에 무게를 두는 이유다.

| 결산기 (12월) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원) | 42,446 | 35,727 | 37,886 | 36,916 | 37,481 |
| 영업이익 (십억원) | 3,405 | 1,355 | 1,818 | 2,251 | 2,450 |
| 영업이익률 (%) | 8.0 | 3.8 | 4.8 | 6.1 | 6.5 |
| 순이익 (십억원) | 2,104 | 949 | 1,215 | 1,552 | 1,718 |
| EPS (원) | 18,047 | 8,137 | 10,421 | 13,314 | 14,731 |
| ROE (%) | 27.2 | 10.8 | 12.7 | 14.5 | 14.2 |
| P/E (배) | 4.6 | 8.6 | 7.6 | 6.0 | 5.4 |
| P/B (배) | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| 배당수익률 (%) | 6.6 | 2.4 | 2.6 | 3.4 | 3.4 |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

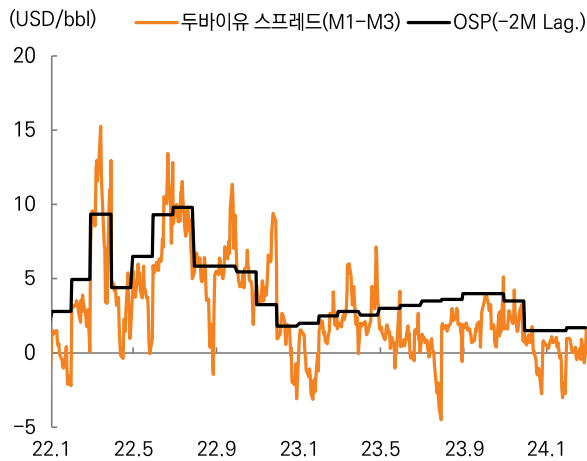
표 1. S-Oil 분기별 실적 추정

(십억원)

| | | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2022 | 2023P | 2024F |
|---------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 합계 | 9,077.7 | 7,819.6 | 8,999.6 | 9,830.4 | 9,409.5 | 10,042.4 | 9,084.0 | 9,349.9 | 42,445.9 | 35,727.3 | 37,885.8 |
| | 정유 | 7,276.7 | 6,000.0 | 7,198.7 | 7,781.8 | 7,496.3 | 8,062.6 | 7,158.5 | 7,243.9 | 34,004.9 | 28,257.2 | 29,961.4 |
| | 화학 | 1,038.5 | 1,009.1 | 1,124.8 | 1,212.3 | 1,184.4 | 1,234.2 | 1,262.9 | 1,307.6 | 5,025.5 | 4,384.7 | 4,989.0 |
| | 운할유 | 762.5 | 810.5 | 676.1 | 836.3 | 728.8 | 745.6 | 662.6 | 798.4 | 3,415.5 | 3,085.4 | 2,935.4 |
| 영업이익 | 합계 | 515.7 | 36.4 | 858.8 | 7.6 | 595.7 | 520.9 | 312.6 | 389.1 | 3,408.0 | 1,418.5 | 1,818.3 |
| | 정유 | 290.6 | -292.1 | 666.2 | -265.7 | 384.4 | 323.2 | 119.2 | 146.9 | 2,346.5 | 399.0 | 973.6 |
| | 화학 | 29.3 | 82.0 | 45.4 | 47.0 | 27.9 | 5.8 | 16.4 | 12.9 | -48.9 | 203.7 | 63.1 |
| | 운할유 | 195.8 | 246.5 | 147.2 | 226.2 | 183.4 | 191.9 | 177.0 | 229.3 | 1,110.4 | 815.7 | 781.7 |
| 세전이익 | | 354.9 | -33.8 | 737.0 | 73.6 | 500.0 | 459.2 | 211.4 | 471.5 | 1,131.7 | 1,642.1 | 2,097.9 |
| 순이익(지배) | | 265.3 | -22.4 | 545.4 | 160.5 | 370.0 | 339.8 | 156.4 | 348.9 | 948.8 | 1,215.2 | 1,552.4 |

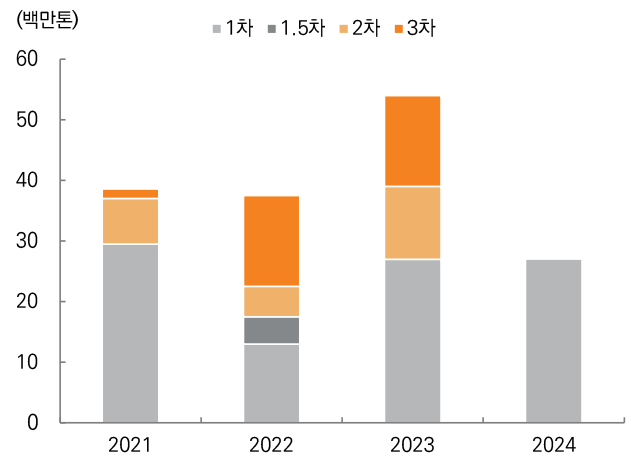
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국제유가 및 사우디 OSP 추이



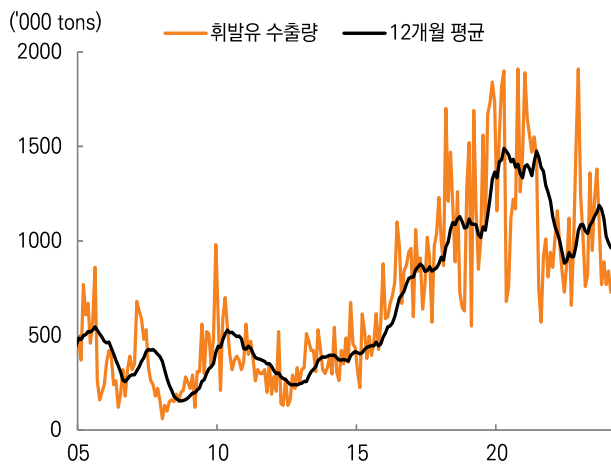
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 수출 한도(Quota) 추이



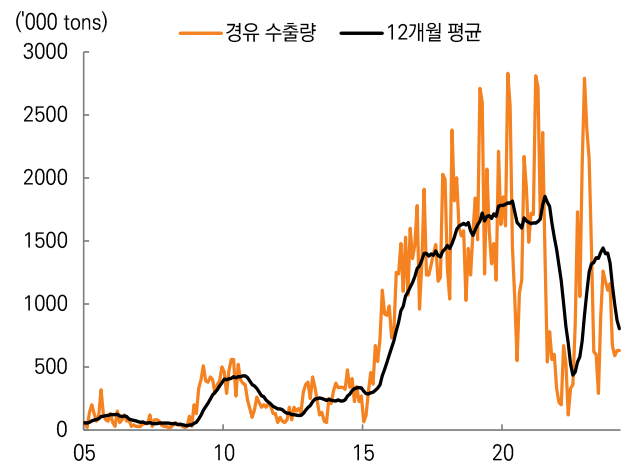
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중국 휘발유 수출량 추이



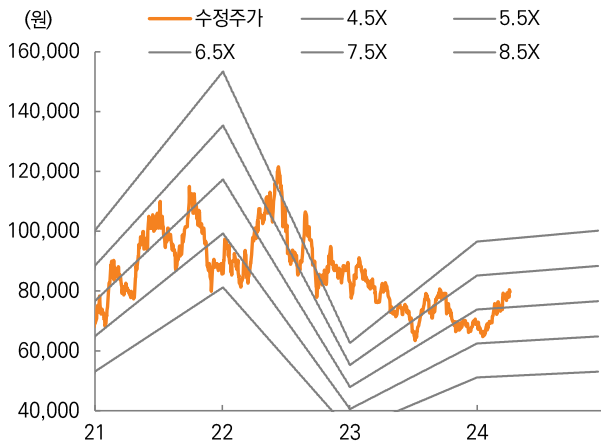
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 경유 수출량 추이



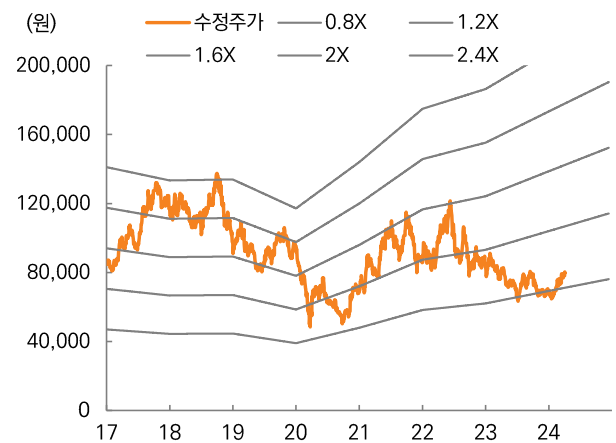
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. S-Oil 12MF PER 밴드 차트



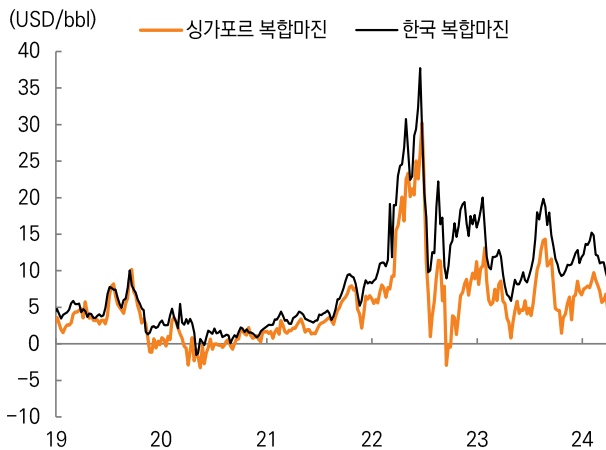
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



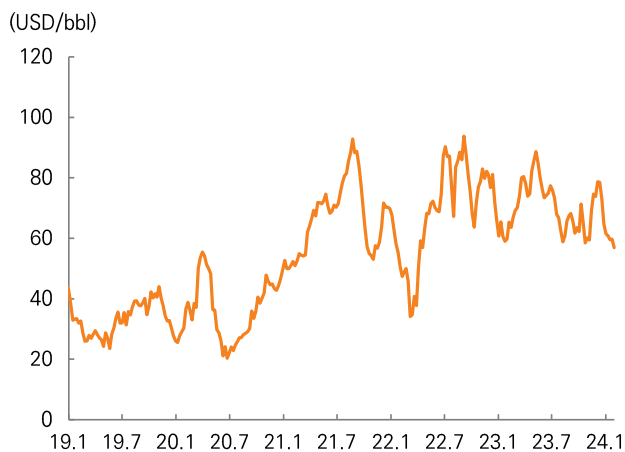
자료: Reuters, 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 아시아 석유제품별 마진 추이



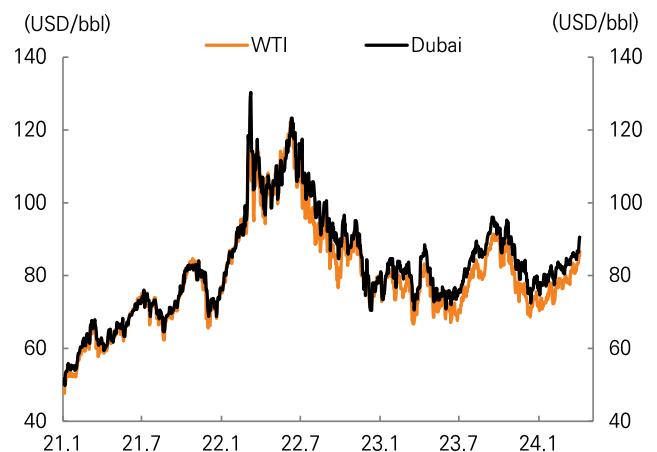
자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 윤활기유 스프레드 추이



자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 국제유가 추이



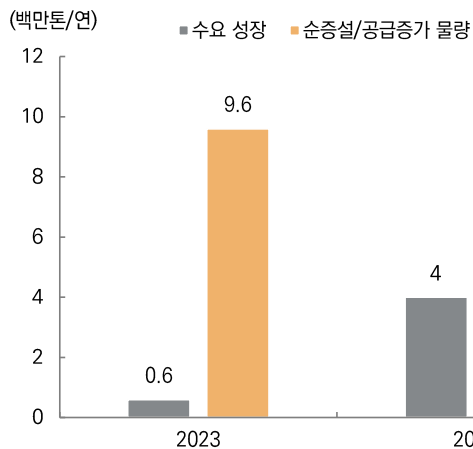
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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 |

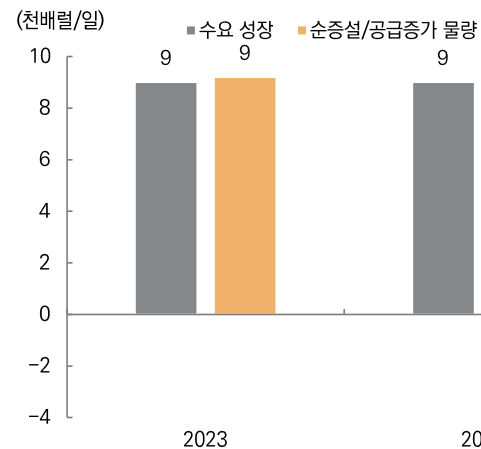
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 파라자일렌 수급 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 윤활기유 수급 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

S-Oil (010950)

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원) | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 35,727 | 37,886 | 36,916 | 37,481 |
| 매출원가 | 33,621 | 35,316 | 33,914 | 34,280 |
| 매출총이익 | 2,106 | 2,570 | 3,002 | 3,201 |
| 판매비와관리비 | 751 | 751 | 751 | 751 |
| 조정영업이익 | 1,355 | 1,818 | 2,251 | 2,450 |
| 영업이익 | 1,355 | 1,818 | 2,251 | 2,450 |
| 비영업손익 | -223 | -176 | -153 | -129 |
| 금융손익 | -181 | -176 | -153 | -128 |
| 관계기업등 투자손익 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 1,132 | 1,642 | 2,098 | 2,321 |
| 계속사업법인세비용 | 183 | 427 | 545 | 604 |
| 계속사업이익 | 949 | 1,215 | 1,552 | 1,718 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 949 | 1,215 | 1,552 | 1,718 |
| 지배주주 | 949 | 1,215 | 1,552 | 1,718 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 927 | 1,215 | 1,552 | 1,718 |
| 지배주주 | 927 | 1,215 | 1,552 | 1,718 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 2,074 | 2,718 | 3,396 | 3,810 |
| FCF | 340 | -1,019 | -753 | 206 |
| EBITDA 마진율 (%) | 5.8 | 7.2 | 9.2 | 10.2 |
| 영업이익률 (%) | 3.8 | 4.8 | 6.1 | 6.5 |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 2.7 | 3.2 | 4.2 | 4.6 |

예상 재무상태표 (요약)

| (십억원) | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 9,648 | 8,499 | 8,366 | 9,129 |
| 현금 및 현금성자산 | 1,963 | 600 | 449 | 1,213 |
| 매출채권 및 기타채권 | 2,988 | 3,013 | 3,019 | 3,019 |
| 재고자산 | 4,639 | 4,832 | 4,843 | 4,843 |
| 기타유동자산 | 58 | 54 | 55 | 54 |
| 비유동자산 | 11,928 | 13,725 | 16,180 | 17,820 |
| 관계기업투자등 | 41 | 39 | 39 | 39 |
| 유형자산 | 11,152 | 12,960 | 15,421 | 17,067 |
| 무형자산 | 116 | 108 | 101 | 96 |
| 자산총계 | 21,576 | 22,224 | 24,546 | 26,949 |
| 유동부채 | 9,255 | 8,871 | 9,885 | 10,885 |
| 매입채무 및 기타채무 | 5,228 | 4,928 | 4,939 | 4,939 |
| 단기금융부채 | 2,847 | 2,844 | 3,844 | 4,844 |
| 기타유동부채 | 1,180 | 1,099 | 1,102 | 1,102 |
| 비유동부채 | 3,284 | 3,270 | 3,270 | 3,270 |
| 장기금융부채 | 2,991 | 2,991 | 2,991 | 2,991 |
| 기타비유동부채 | 293 | 279 | 279 | 279 |
| 부채총계 | 12,539 | 12,141 | 13,155 | 14,155 |
| 지배주주지분 | 9,038 | 10,083 | 11,391 | 12,794 |
| 자본금 | 292 | 292 | 292 | 292 |
| 자본잉여금 | 1,332 | 1,332 | 1,332 | 1,332 |
| 이익잉여금 | 7,380 | 8,397 | 9,705 | 11,108 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 9,038 | 10,083 | 11,391 | 12,794 |

예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원) | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름 | 2,526 | 1,681 | 2,847 | 3,206 |
| 당기순이익 | 949 | 1,215 | 1,552 | 1,718 |
| 비현금수익비용가감 | 995 | 1,443 | 1,764 | 2,092 |
| 유형자산감가상각비 | 711 | 892 | 1,139 | 1,354 |
| 무형자산상각비 | 8 | 8 | 7 | 6 |
| 기타 | 276 | 543 | 618 | 732 |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동 | 1,473 | -611 | -3 | 0 |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -27 | -57 | -5 | 0 |
| 재고자산 감소(증가) | 209 | -193 | -11 | 0 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 882 | -239 | 8 | 0 |
| 법인세납부 | -695 | -367 | -465 | -604 |
| 투자활동으로 인한 현금흐름 | -2,066 | -2,670 | -3,532 | -2,855 |
| 유형자산처분(취득) | -2,165 | -2,700 | -3,600 | -3,000 |
| 무형자산감소(증가) | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 장단기금융자산의 감소(증가) | 151 | 3 | 0 | 0 |
| 기타투자활동 | -50 | 27 | 68 | 145 |
| 재무활동으로 인한 현금흐름 | 193 | -404 | 535 | 412 |
| 장단기금융부채의 증가(감소) | 618 | -3 | 1,000 | 1,000 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -373 | -198 | -245 | -314 |
| 기타재무활동 | -52 | -203 | -220 | -274 |
| 현금의 증가 | 653 | -1,364 | -150 | 763 |
| 기초현금 | 1,310 | 1,963 | 600 | 449 |
| 기말현금 | 1,963 | 600 | 449 | 1,213 |

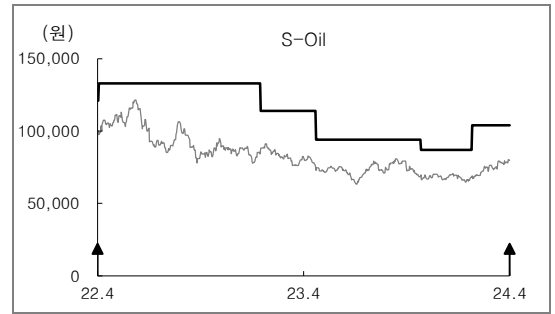
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

| | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|
| P/E (x) | 8.6 | 7.6 | 6.0 | 5.4 |
| P/CF (x) | 4.2 | 3.5 | 2.8 | 2.4 |
| P/B (x) | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA (x) | 5.7 | 5.3 | 4.6 | 4.1 |
| EPS (원) | 8,137 | 10,421 | 13,314 | 14,731 |
| CFPS (원) | 16,672 | 22,797 | 28,439 | 32,671 |
| BPS (원) | 77,522 | 86,487 | 97,703 | 109,737 |
| DPS (원) | 1,700 | 2,100 | 2,700 | 2,700 |
| 배당성향 (%) | 20.2 | 19.5 | 19.6 | 17.7 |
| 배당수익률 (%) | 2.4 | 2.6 | 3.4 | 3.4 |
| 매출액증가율 (%) | -15.8 | 6.0 | -2.6 | 1.5 |
| EBITDA증가율 (%) | -48.9 | 31.1 | 24.9 | 12.2 |
| 조정영업이익증가율 (%) | -60.2 | 34.2 | 23.8 | 8.8 |
| EPS증가율 (%) | -54.9 | 28.1 | 27.8 | 10.6 |
| 매출채권 회전율 (회) | 15.5 | 16.2 | 15.6 | 15.8 |
| 재고자산 회전율 (회) | 7.6 | 8.0 | 7.6 | 7.7 |
| 매입채무 회전율 (회) | 9.4 | 9.1 | 9.0 | 9.1 |
| ROA (%) | 4.6 | 5.5 | 6.6 | 6.7 |
| ROE (%) | 10.8 | 12.7 | 14.5 | 14.2 |
| ROIC (%) | 9.0 | 9.5 | 10.1 | 9.8 |
| 부채비율 (%) | 138.7 | 120.4 | 115.5 | 110.6 |
| 유동비율 (%) | 104.2 | 95.8 | 84.6 | 83.9 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 42.5 | 51.6 | 55.8 | 51.5 |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 5.7 | 8.9 | 10.2 | 9.0 |

투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 과리율(%) | |
|----------------|------|---------|--------|------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| S-Oil (010950) | | | | |
| 2024.01.29 | 매수 | 104,000 | - | - |
| 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 |
| 2022.01.27 | 매수 | 121,000 | -26.20 | -16.53 |



* 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(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■) | |

투자의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 매도 |
|--------|-----------------|--------|------|
| 88.55% | 6.63% | 4.22% | 0.6% |

* 2023년 12월 31일 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.