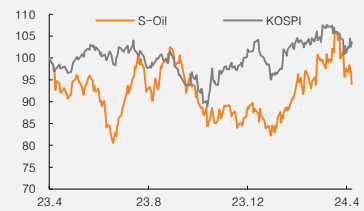


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 89,000원
현재주가(24/4/26)	74,000원
상승여력	20.3%

영업이익(24F,십억원)	1,662
Consensus 영업이익(24F,십억원)	1,969
EPS 성장률(24F,%)	5.1
MKT EPS 성장률(24F,%)	67.5
P/E(24F,x)	8.7
MKT P/E(24F,x)	11.2
KOSPI	2,656.33
시가총액(십억원)	8,331
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	79.1
베타(12M) 일간수익률	0.72
52주 최저가(원)	63,400
52주 최고가(원)	83,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.8	7.7	-2.4
상대주가	-3.3	-6.8	-8.7



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

S-Oil

24년 상고하저가 걱정되는 시점

투자 의견: 목표주가 8.9만원으로 하향 조정하며, 매수 의견 유지

S-Oil의 목표주가를 기존 10.4만원에서 8.9만원으로 하향 조정하며, 매수 의견은 유지한다. 적정 PBR을 1.2배에서 1.03배로 낮춘 이유는 실적 전망치 하향 조정으로 인한 ROE 하락 때문이다. 국제유가의 추가 상승 여력이 제한되고 있으며, 최근 정제마진의 조정도 반영했다. 여전히 2분기 정제마진의 반등을 기대하고 있지만, 이를 감안하더라도 하반기 업사이드가 크지 않다고 판단한다. 동사의 신사업인 바이오 항공유(SAF)나 액침냉각 사업에 대한 기대감은 있으나, 보다 구체화된 시점에 추가에 영향을 미칠 것으로 판단한다.

1Q24 Review: 시장 기대치 소폭 하회

동사의 1Q24 영업이익은 4,541억원으로 컨센서스(4,888억원)을 약 7% 하회했다. 전분기 대비 실적이 대폭 개선된 요인은 주로 정유 부문의 호실적에 기인한다. 재고 관련손익은 전분기 부정적인 영향(-1,520억원)에서 벗어나, 이번 분기에는 +206억원을 기록했다. 또한 정제마진 소폭 개선, 환율 효과 및 OSP 하락 역시 정유 부문의 실적 개선에 긍정적인 영향을 미쳤다. 반면, 윤활유는 그룹 III의 공급 과잉으로 인한 스프레드 축소로 전분기 대비 이익이 감소했다.

2Q24 Preview: 계절적 성수기 및 환율 효과로 정유 실적 개선

동사의 2Q24 영업이익은 6,879억원으로 전분기 대비 약 51% 증가할 것으로 예상된다. 2분기의 실적 개선 요인 역시 정유 부문이다. 정유 부문의 2분기 실적은 4,792억원으로 전망하며, 전분기 대비 약 2,300억원 증가할 것으로 전망한다. 이는 OSP 하락 효과(약 800억원), 재고관련이익(약 700억원), 환율효과(약 400억원) 등으로 나뉘볼 수 있다.

다만, 환율 효과 및 OSP 상승 가능성으로 인해 하반기 실적 전망치는 하향 조정한다. 높아진 환율 덕분에 2분기 실적 전망치를 상향 조정한 만큼, 하반기 실적은 하향 조정되었다. 또한 두바이 선물 스프레드가 상승하고 있는 만큼 OSP도 추가 인상 가능성이 있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	42,446	35,727	39,135	37,311	37,061
영업이익 (십억원)	3,405	1,355	1,662	2,002	2,301
영업이익률 (%)	8.0	3.8	4.2	5.4	6.2
순이익 (십억원)	2,104	949	997	1,380	1,614
EPS (원)	18,047	8,137	8,554	11,834	13,842
ROE (%)	27.2	10.8	10.6	13.2	13.8
P/E (배)	4.6	8.6	8.7	6.3	5.3
P/B (배)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
배당수익률 (%)	6.6	2.4	2.3	3.2	3.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

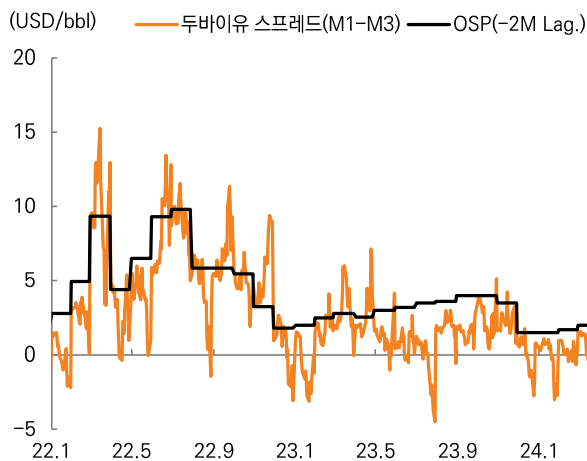
표 1. S-Oil 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	합계	9,077.7	7,819.6	8,999.6	9,830.4	9,308.5	10,513.8	9,712.0	9,600.7	35,727.3	39,135.0	37,311.4
	정유	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,444.8	8,294.6	7,672.8	7,413.7	28,257.2	30,825.9	28,922.3
	화학	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,096.8	1,395.8	1,355.9	1,369.9	4,384.7	5,218.4	5,410.7
	운할유	762.5	810.5	676.1	836.3	766.9	823.5	683.2	817.1	3,085.4	3,090.6	2,978.4
영업이익	합계	515.7	36.4	858.8	7.6	454.1	687.9	241.1	278.9	1,418.5	1,661.9	2,002.3
	정유	290.6	-292.1	666.2	-265.7	250.4	479.2	69.2	61.9	399.0	860.6	977.8
	화학	29.3	82.0	45.4	47.0	48.0	38.5	34.9	27.7	203.7	149.1	338.6
	운할유	195.8	246.5	147.2	226.2	155.7	170.2	137.0	189.3	815.7	652.2	685.8
세전이익		354.9	-33.8	737.0	73.6	227.2	626.2	139.9	357.2	1,131.7	1,350.5	1,864.8
순이익(지배)		265.3	-22.4	545.4	160.5	166.2	463.4	103.5	264.3	948.8	997.4	1,379.9

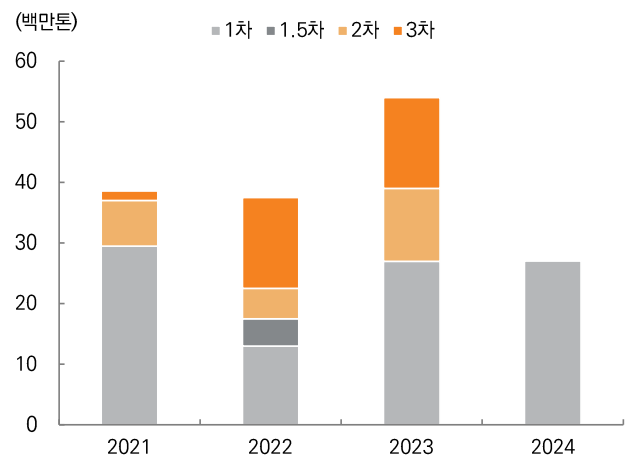
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국제유가 및 사우디 OSP 추이



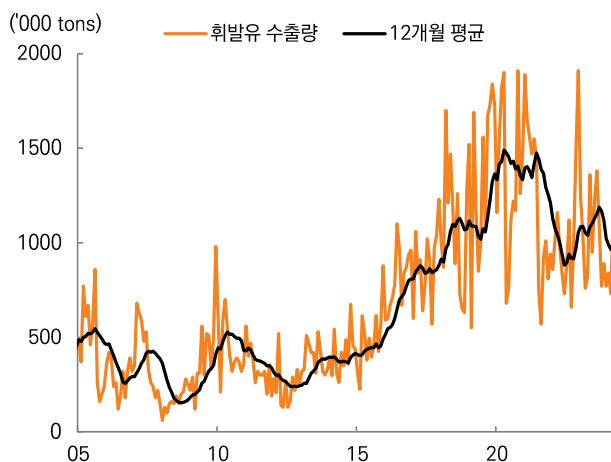
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 수출 한도(Quota) 추이



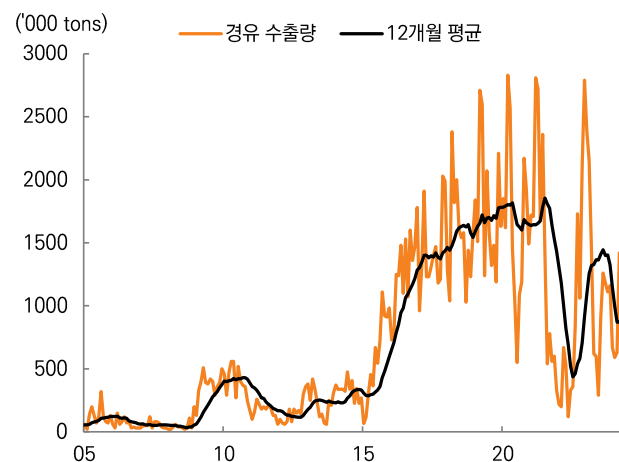
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중국 휘발유 수출량 추이



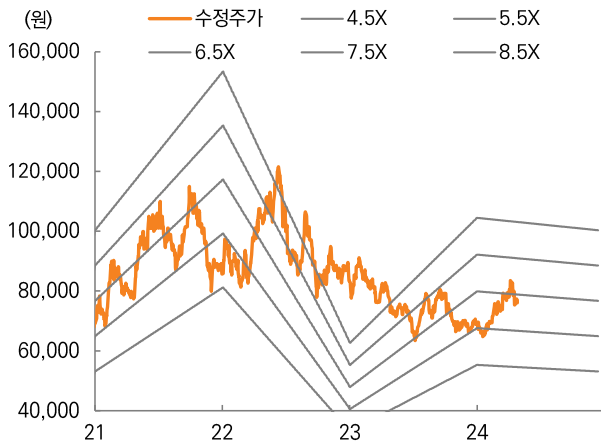
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 경유 수출량 추이



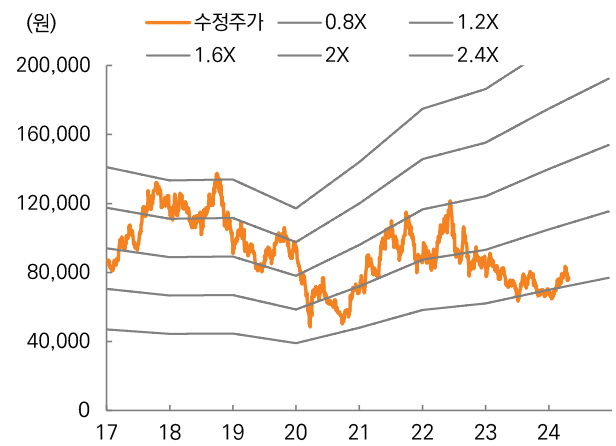
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. S-Oil 12MF PER 밴드 차트



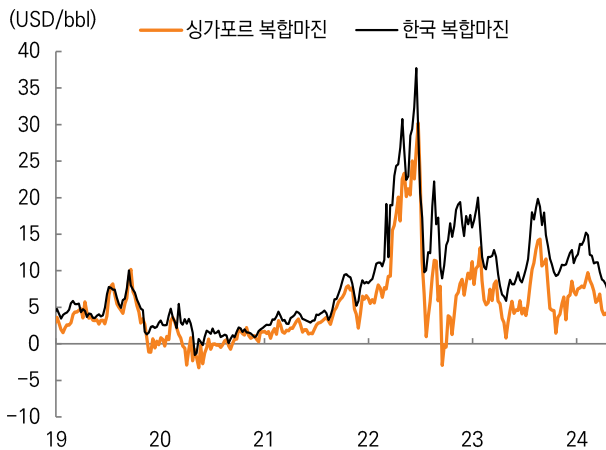
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



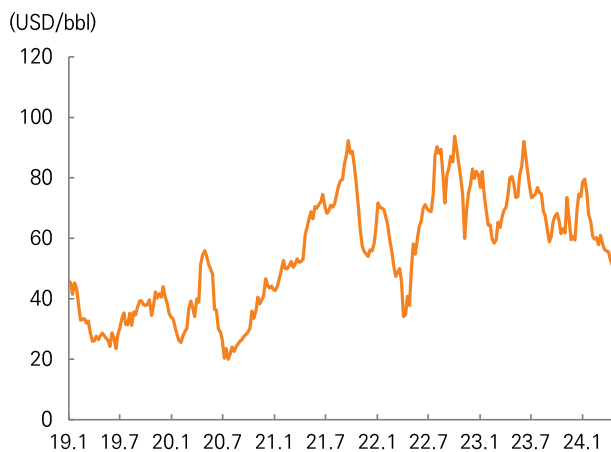
자료: Reuters, 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 아시아 석유제품별 마진 추이



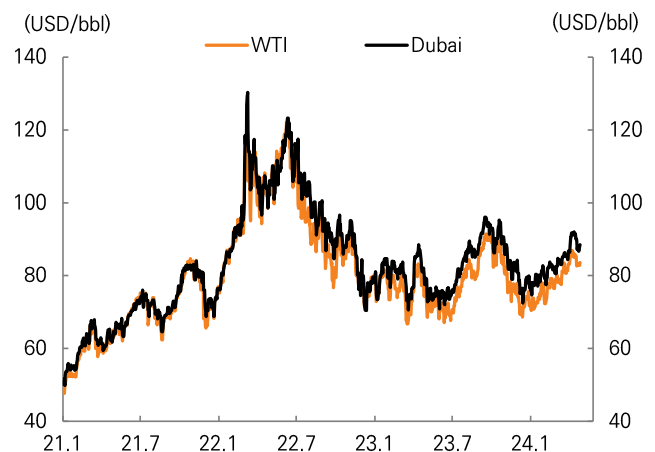
자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 윤활기유 스프레드 추이



자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 국제유가 추이



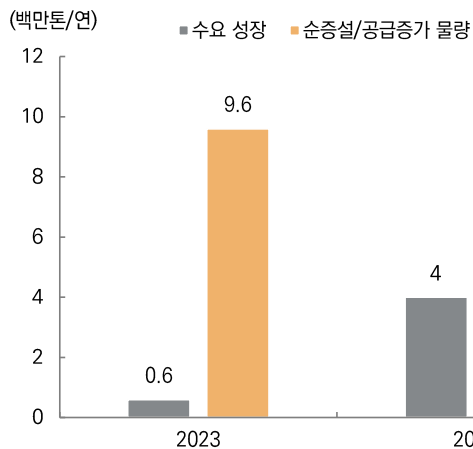
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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

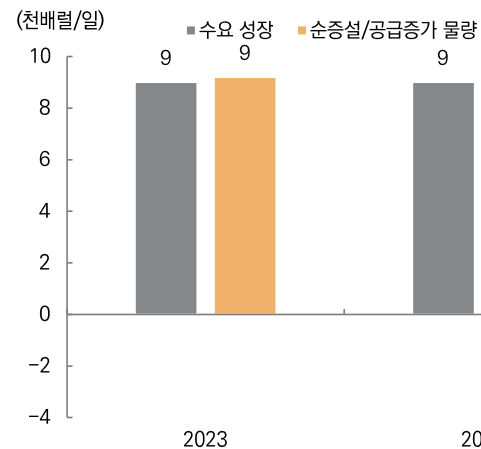
자료: 미래에셋증권 리서치센터

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	39,135	37,311	37,061
매출원가	33,621	36,722	34,558	34,009
매출총이익	2,106	2,413	2,753	3,052
판매비와관리비	751	751	751	751
조정영업이익	1,355	1,662	2,002	2,301
영업이익	1,355	1,662	2,002	2,301
비영업손익	-223	-312	-137	-120
금융손익	-181	-180	-175	-157
관계기업등 투자손익	2	7	0	0
세전계속사업손익	1,132	1,350	1,865	2,181
계속사업법인세비용	183	353	485	567
계속사업이익	949	997	1,380	1,614
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	949	997	1,380	1,614
지배주주	949	997	1,380	1,614
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	927	997	1,380	1,614
지배주주	927	997	1,380	1,614
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	2,074	2,562	3,148	3,661
FCF	340	-1,275	-865	127
EBITDA 마진율 (%)	5.8	6.5	8.4	9.9
영업이익률 (%)	3.8	4.2	5.4	6.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	2.5	3.7	4.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,526	1,425	2,735	3,127
당기순이익	949	997	1,380	1,614
비현금수익비용가감	995	1,373	1,725	2,084
유형자산감가상각비	711	892	1,139	1,354
무형자산상각비	8	8	7	6
기타	276	473	579	724
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,473	-653	35	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-121	54	-5
재고자산 감소(증가)	209	-323	110	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	882	-138	-85	8
법인세납부	-695	-293	-405	-567
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,066	-2,676	-3,553	-2,883
유형자산처분(취득)	-2,165	-2,700	-3,600	-3,000
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	151	1	1	0
기타투자활동	-50	23	46	117
재무활동으로 인한 현금흐름	193	-403	580	447
장단기금융부채의 증가(감소)	618	-2	999	1,000
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-373	-198	-198	-280
기타재무활동	-52	-203	-221	-273
현금의 증가	653	-1,624	-237	691
기초현금	1,310	1,963	339	103
기말현금	1,963	339	103	794

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

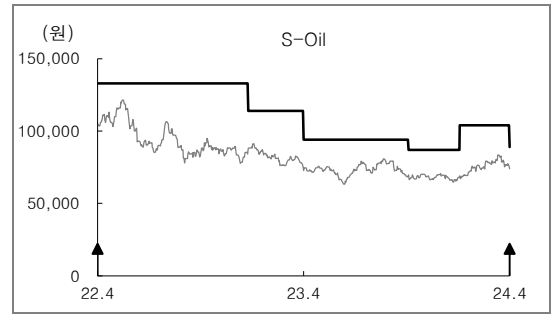
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,648	8,450	8,034	8,743
현금 및 현금성자산	1,963	339	103	794
매출채권 및 기타채권	2,988	3,093	3,025	3,032
재고자산	4,639	4,962	4,852	4,863
기타유동자산	58	56	54	54
비유동자산	11,928	13,727	16,180	17,820
관계기업투자등	41	40	39	39
유형자산	11,152	12,960	15,421	17,067
무형자산	116	108	101	96
자산총계	21,576	22,177	24,214	26,563
유동부채	9,255	9,035	9,896	10,910
매입채무 및 기타채무	5,228	5,060	4,949	4,960
단기금융부채	2,847	2,846	3,845	4,845
기타유동부채	1,180	1,129	1,102	1,105
비유동부채	3,284	3,277	3,271	3,271
장기금융부채	2,991	2,991	2,991	2,991
기타비유동부채	293	286	280	280
부채총계	12,539	12,312	13,167	14,182
지배주주지분	9,038	9,865	11,047	12,382
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	8,179	9,361	10,696
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	9,038	9,865	11,047	12,382

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	8.6	8.7	6.3	5.3
P/CF (x)	4.2	3.6	2.8	2.3
P/B (x)	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	5.7	5.5	4.8	4.2
EPS (원)	8,137	8,554	11,834	13,842
CFPS (원)	16,672	20,331	26,626	31,712
BPS (원)	77,522	84,619	94,756	106,201
DPS (원)	1,700	1,700	2,400	2,400
배당성향 (%)	20.2	19.2	19.6	16.7
배당수익률 (%)	2.4	2.3	3.2	3.2
매출액증가율 (%)	-15.8	9.5	-4.7	-0.7
EBITDA증가율 (%)	-48.9	23.5	22.9	16.3
조정영업이익증가율 (%)	-60.2	22.7	20.5	14.9
EPS증가율 (%)	-54.9	5.1	38.3	17.0
매출채권 회전율 (회)	15.5	16.5	15.5	15.6
재고자산 회전율 (회)	7.6	8.2	7.6	7.6
매입채무 회전율 (회)	9.4	9.4	9.1	9.0
ROA (%)	4.6	4.6	5.9	6.4
ROE (%)	10.8	10.6	13.2	13.8
ROIC (%)	9.0	8.7	8.9	9.2
부채비율 (%)	138.7	124.8	119.2	114.5
유동비율 (%)	104.2	93.5	81.2	80.1
순차입금/자기자본 (%)	42.5	55.4	60.6	56.6
조정영업이익/금융비용 (x)	5.7	8.2	9.1	8.4

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
S-Oil (010950)				
2024.04.26	매수	89,000	-	-
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
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 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.