

(Analyst) 이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com  
(RA) 김태형 taehyoung.kim@miraeeasset.com

**MIRAE ASSET**  
미래에셋증권

010950 · 석유정제

# S-Oil

## 예정된 4분기 부진, 그리고 1분기 반등

(유지)

매수

목표주가

104,000원

상승여력

51.2%

현재주가(24/2/2)

68,800원

KOSPI	2,615.31	시가총액(십억원)	7,746	발행주식수(백만주)	113	외국인 보유비중(%)	76.9
-------	----------	-----------	-------	------------	-----	-------------	------

### Report summary

#### 매수 의견 및 목표주가 10.4만원 유지. 정유 섹터 내 탑픽 제시

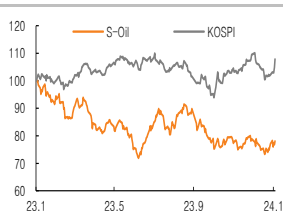
투자포인트는 1) 글로벌 원유 수요 전망치 상향 조정, 2) 밸류에이션 PBR 밴드 최하단 위치(12MF PBR 0.8배), 3) 사우디 OSP 추가 인하 가능성이다. 2월 초 결정될 사우디 OSP의 추가 인하는, 직접적으로 기업의 이익에 큰 도움이 될 예정이다. 사힌 프로젝트가 진행되는 상황에서도 당기순이익의 20% 이상 배당 발표도 긍정적이다. 정유 섹터 내 탑픽을 유지한다.

#### 4Q23 Review 및 전망

동사의 4분기 영업이익은 76억원으로 시장 기대치(컨센서스 260억원)를 소폭 하회했다. 정유 부문의 감익 영향이 가장 컸다. 국제유가가 하락(재고 관련 효과 -1,520억원)과 정제마진의 약세 영향이 컸다. 1분기 영업이익은 6,033억원으로 전분기 대비 실적이 큰 폭 개선될 전망이다. 화학과 윤활유의 실적은 PX와 윤활유 스프레드의 견조함으로 유지되는 상황에서, 정유 부문의 흑자 전환(-2,657억원 → 3,181억원)을 전망한다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.3	-8.9	-22.1
상대주가	2.4	-8.8	-26.4

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	27,464	42,446	35,727	35,601	34,628
영업이익 (십억원)	2,141	3,405	1,419	1,885	2,292
영업이익률 (%)	7.8	8.0	4.0	5.3	6.6
순이익 (십억원)	1,379	2,104	997	1,286	1,589
EPS (원)	11,822	18,047	8,553	11,028	13,631
ROE (%)	21.8	27.2	11.3	13.3	14.6
P/E (배)	7.2	4.6	8.1	6.2	5.0
P/B (배)	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
배당수익률 (%)	4.4	6.6	2.4	3.2	3.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

## 시황 및 전망

### 4Q23 Review: 예상했던 수준의 실적

S-Oil의 4분기 영업이익은 76억원으로 시장 기대치(컨센서스 260억원)를 소폭 하회했다. 정유 부문의 감익 영향이 가장 컸다. 국제유가 하락으로 정유 부문 재고 관련 효과는 -1,520억원을 기록했다. 정제마진 역시 휘발유 비수기 및 따뜻한 초겨울 날씨 때문에 조정을 받았다(미래에셋 추정치 기준 정제마진 12.9달러 → 9.8달러). 반면, 윤활유는 원재료 가격 하락 및 수요 회복으로 영업이익 2,262억원(전분기대비 +54%)을 기록했다. 화학 부문의 영업이익도 470억원(전분기대비 +3.6%)으로 선방했다.

표 1. S-Oil 분기별 실적 추정

		(십억원)										
		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023P	2024F
매출액	합계	9,077.7	7,819.6	8,999.6	9,830.4	9,238.5	9,128.6	8,406.0	8,827.5	42,445.9	35,727.3	35,600.6
	정유	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,229.3	7,212.3	6,590.0	6,808.4	34,004.9	28,257.2	27,840.0
	화학	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,185.9	1,170.7	1,180.8	1,244.5	5,025.5	4,384.7	4,781.8
	윤활유	762.5	810.5	676.1	836.3	823.3	745.6	635.2	774.7	3,415.5	3,085.4	2,978.8
영업이익	합계	515.7	36.4	858.8	7.6	603.3	299.3	484.9	497.3	3,408.0	1,418.5	1,884.8
	정유	290.6	-292.1	666.2	-265.7	318.1	62.2	286.7	248.3	2,346.5	399.0	915.3
	화학	29.3	82.0	45.4	47.0	36.7	19.9	21.2	19.7	-48.9	203.7	97.5
	윤활유	195.8	246.5	147.2	226.2	248.4	217.2	177.0	229.3	1,110.4	815.7	872.0
세전이익		354.9	-33.8	737.0	136.1	507.5	237.6	383.7	608.9	2,898.5	1,194.2	1,737.8
순이익(지배)		265.3	-22.4	545.4	209.0	375.6	175.8	283.9	450.6	2,104.4	997.3	1,285.9

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

### 1Q24 Preview: 정제마진 호조. 윤활유와 화학도 안정적

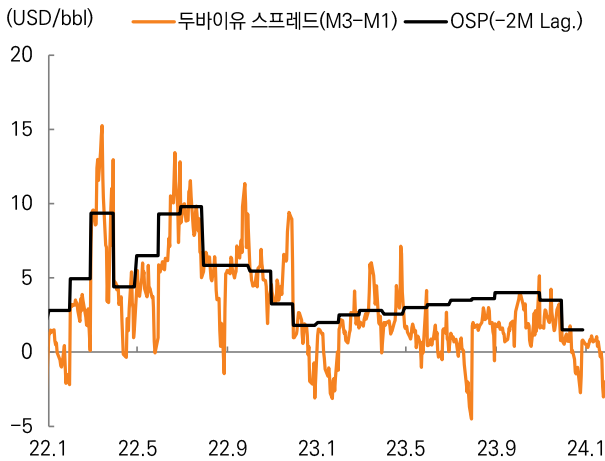
동사의 1분기 영업이익은 6,033억원으로 전분기 대비 실적이 큰 폭 개선될 전망이다. 화학과 윤활유의 실적은 PX와 윤활유 스프레드의 견조함으로 유지되는 상황에서, 정유 부문의 흑자 전환(-2,657억원 → 6,033억원)을 전망한다. 정유 부문의 흑자전환 요인은 재고관련효과의 부정적 영향이 제거 및 1분기 정제마진의 강세 덕분이다. 정제마진은 미국 한파 및 예상보다 강한 수요 등의 요소들이 겹치며 1분기 강세를 나타내고 있다. 윤활유와 화학도 스프레드가 유지되며, 전분기와 유사한 수준의 실적을 기대한다.

### 투자의견

#### 매수 의견 및 목표주가 10.4만원 유지. 정유 섹터 내 탑픽 제시

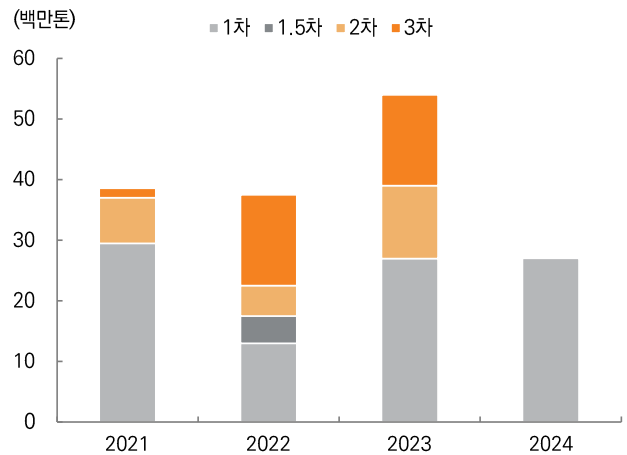
당사는 투자의견 매수 및 목표주가 10.4만원을 유지한다. 투자포인트는 1) 글로벌 원유 수요 전망치 상향 조정, 2) 밸류에이션 PBR 밴드 최하단 위치(12MF PBR 0.8배), 3) 사우디 OSP 추가 인하 가능성이다. 최근 미국의 수요는 불황을 예상했던 것 대비 선방하고 있어 전망치가 상향 조정되는 중이다. 그리고 사우디 OSP를 결정하는 두바이유 스프레드도 하락 중이어서 기업의 이익 개선에 도움이 될 예정이다. 샤힌 프로젝트가 진행되는 상황에서도 당기순이익의 20% 이상 배당 발표도 긍정적이다. 정유 섹터 내 탑픽을 유지한다.

그림 1. 국제유가 및 사우디 OSP 추이



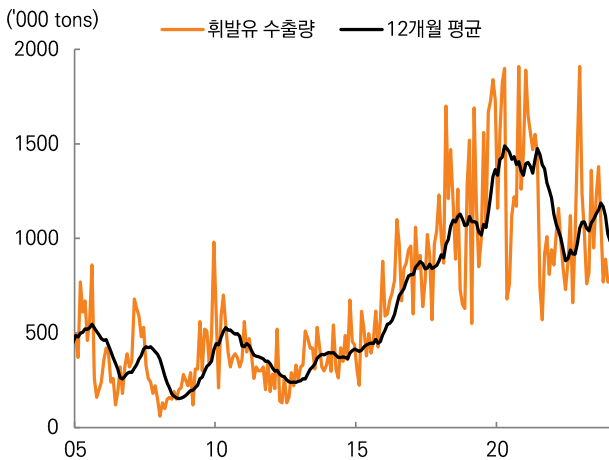
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 수출 한도(Quota) 추이



자료: 언론 취합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중국 휘발유 수출량 추이



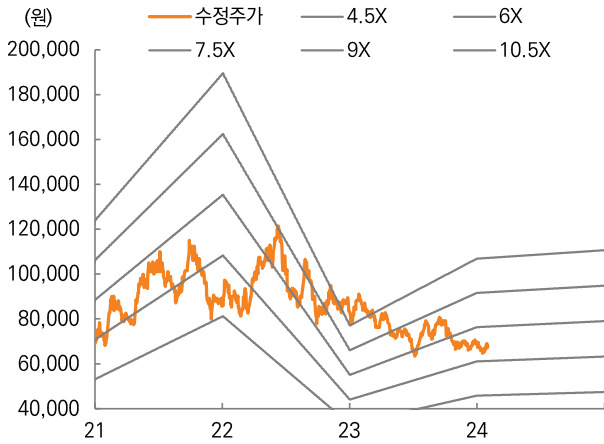
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 경유 수출량 추이



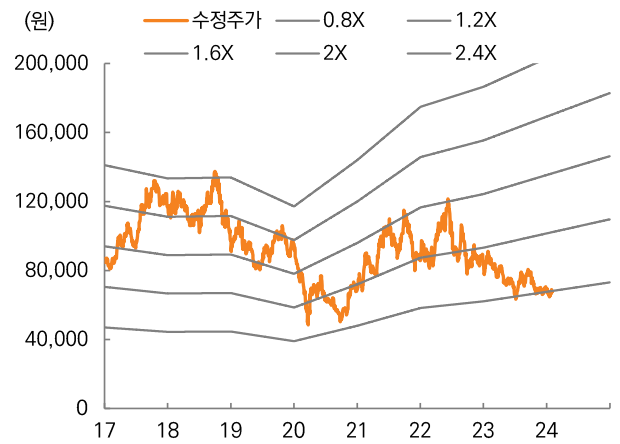
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. S-Oil 12MF PER 밴드 차트



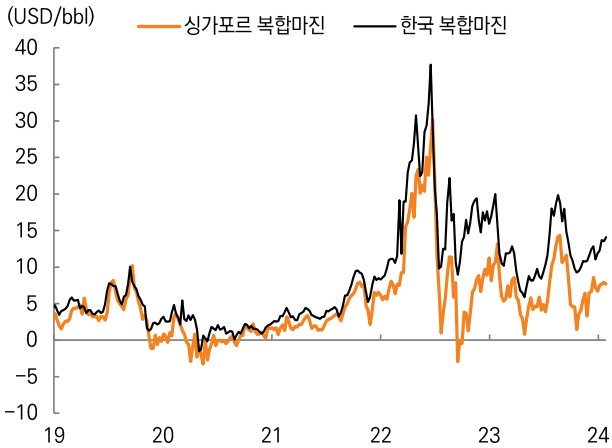
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



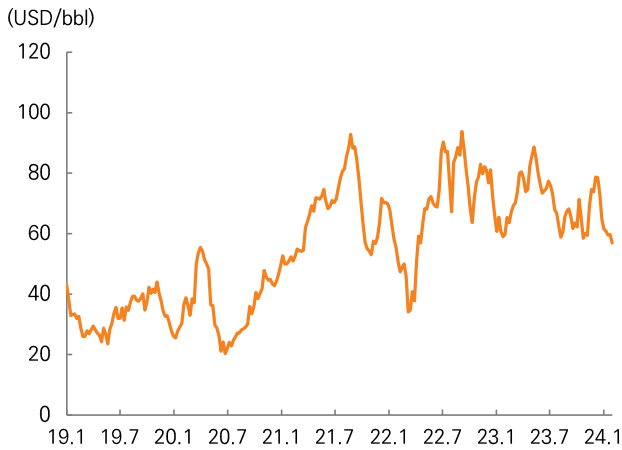
자료: Reuters, 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 아시아 석유제품별 마진 추이



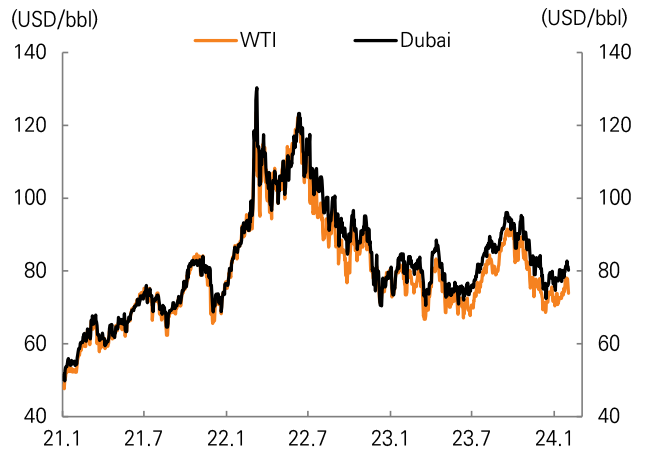
자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 윤활기유 스프레드 추이



자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 국제유가 추이



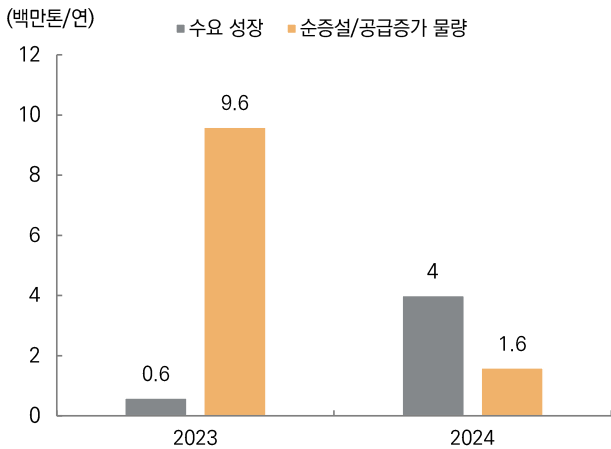
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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
OO+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

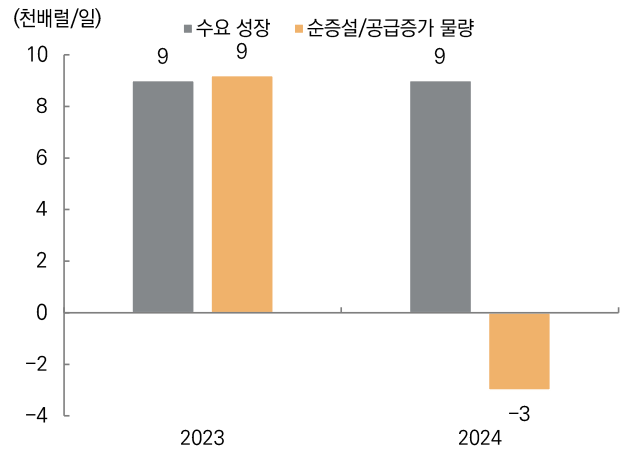
자료: 언론 취합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 파라자일렌 수급 전망



자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 윤활기유 수급 전망



자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

S-Oil (010950)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>42,446</b>	<b>35,727</b>	<b>35,601</b>	<b>34,628</b>
매출원가	38,291	33,582	32,989	31,610
매출총이익	4,155	2,145	2,612	3,018
판매비와관리비	749	726	726	726
조정영업이익	3,405	1,419	1,885	2,292
영업이익	3,405	1,419	1,885	2,292
비영업손익	-506	-225	-147	-144
금융손익	-120	-173	-190	-186
관계기업등 투자손익	0	1	0	0
세전계속사업손익	2,899	1,194	1,738	2,148
계속사업법인세비용	794	197	452	558
계속사업이익	2,104	997	1,286	1,589
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>2,104</b>	<b>997</b>	<b>1,286</b>	<b>1,589</b>
지배주주	2,104	997	1,286	1,589
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>2,113</b>	<b>998</b>	<b>1,286</b>	<b>1,589</b>
지배주주	2,113	998	1,286	1,589
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	4,055	2,134	2,723	3,291
FCF	680	-864	-136	-817
EBITDA 마진율 (%)	9.6	6.0	7.6	9.5
영업이익률 (%)	8.0	4.0	5.3	6.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.0	2.8	3.6	4.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>9,206</b>	<b>9,607</b>	<b>8,231</b>	<b>7,943</b>
현금 및 현금성자산	1,310	1,087	580	321
매출채권 및 기타채권	2,963	2,994	2,688	2,678
재고자산	4,733	5,341	4,796	4,778
기타유동자산	200	185	167	166
<b>비유동자산</b>	<b>10,407</b>	<b>11,559</b>	<b>13,414</b>	<b>16,015</b>
관계기업투자등	36	33	30	30
유형자산	9,588	10,857	12,726	15,334
무형자산	106	99	91	84
<b>자산총계</b>	<b>19,613</b>	<b>21,166</b>	<b>21,645</b>	<b>23,958</b>
<b>유동부채</b>	<b>8,213</b>	<b>8,712</b>	<b>8,132</b>	<b>8,113</b>
매입채무 및 기타채무	3,936	4,066	3,651	3,638
단기금융부채	2,609	3,101	3,093	3,093
기타유동부채	1,668	1,545	1,388	1,382
<b>비유동부채</b>	<b>2,917</b>	<b>3,320</b>	<b>3,291</b>	<b>4,290</b>
장기금융부채	2,611	3,036	3,036	4,036
기타비유동부채	306	284	255	254
<b>부채총계</b>	<b>11,130</b>	<b>12,032</b>	<b>11,423</b>	<b>12,403</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>8,483</b>	<b>9,134</b>	<b>10,222</b>	<b>11,555</b>
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,453	8,541	9,874
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>8,483</b>	<b>9,134</b>	<b>10,222</b>	<b>11,555</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>1,279</b>	<b>952</b>	<b>2,564</b>	<b>2,783</b>
당기순이익	2,104	997	1,286	1,589
비현금수익비용가감	1,634	1,273	1,420	1,664
유형자산감가상각비	644	707	831	992
무형자산상각비	6	8	8	7
기타	984	558	581	665
영업활동으로인한자산및부채의변동	-2,132	-413	250	8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-386	-62	243	8
재고자산 감소(증가)	-1,338	-425	545	18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	221	845	-415	-14
법인세납부	-217	-603	-392	-478
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-773</b>	<b>-1,815</b>	<b>-2,656</b>	<b>-3,555</b>
유형자산처분(취득)	-569	-1,816	-2,700	-3,600
무형자산감소(증가)	-1	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-161	15	20	1
기타투자활동	-42	-12	24	44
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-1,142</b>	<b>606</b>	<b>-419</b>	<b>513</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-624	918	-8	1,000
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-617	-373	-198	-256
기타재무활동	99	61	-213	-231
<b>현금의 증가</b>	<b>-635</b>	<b>-224</b>	<b>-507</b>	<b>-259</b>
기초현금	1,946	1,310	1,087	580
기말현금	1,310	1,087	580	321

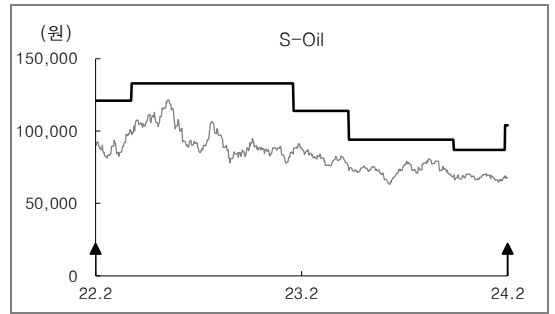
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	4.6	8.1	6.2	5.0
P/CF (x)	2.6	3.6	3.0	2.5
P/B (x)	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	3.3	6.1	4.9	4.4
EPS (원)	18,047	8,553	11,028	13,631
CFPS (원)	32,059	19,473	23,205	27,900
BPS (원)	72,770	78,347	87,677	99,111
DPS (원)	5,500	1,700	2,200	2,700
배당성향 (%)	29.4	19.2	19.3	19.1
배당수익률 (%)	6.6	2.4	3.2	3.9
매출액증가율 (%)	54.6	-15.8	-0.4	-2.7
EBITDA증가율 (%)	45.2	-47.4	27.6	20.8
조정영업이익증가율 (%)	59.0	-58.3	32.9	21.6
EPS증가율 (%)	52.7	-52.6	28.9	23.6
매출채권 회전율 (회)	19.9	15.2	15.7	16.2
재고자산 회전율 (회)	10.3	7.1	7.0	7.2
매입채무 회전율 (회)	12.3	9.3	8.5	8.7
ROA (%)	11.0	4.9	6.0	7.0
ROE (%)	27.2	11.3	13.3	14.6
ROIC (%)	21.4	8.9	9.2	10.0
부채비율 (%)	131.2	131.7	111.8	107.3
유동비율 (%)	112.1	110.3	101.2	97.9
순차입금/자기자본 (%)	43.9	53.4	52.8	57.6
조정영업이익/금융비용 (x)	22.5	6.6	8.8	9.9

**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 약화
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
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.