

Company Update

Analyst 이동욱
02) 6915-5671
treestump@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	100,000원
현재가 (8/1)	68,000원

KOSPI (8/1)	2,777.68pt
시가총액	7,837십억원
발행주식수	116,605천주
액면가	2,500원
52주 최고가	83,500원
최저가	64,700원
60일 일평균거래대금	15십억원
외국인 지분율	77.5%
배당수익률 (2024F)	4.0%

주주구성			
Aramco	Overseas	63.43%	
국민연금공단		7.30%	

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	1%	-8%	-13%
절대기준	0%	0%	-10%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	100,000	100,000	-
EPS(24)	7,804	7,804	-
EPS(25)	10,403	10,403	-



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

S-Oil (010950)

동사의 지난 30년 동안 Capex를 복기해 보자

화재로 생산이 중단되었던 일부 설비 가동 개시

화재로 7월 28일 생산이 중단되었던 S-Oil의 온산 No.2 PX 공정이 7월 31일 가동에 들어갔다. 사고가 발생한 Xymax 공정 제외 주 공정의 생산이 시작되었다. 기계 장치의 교체가 필요하여 당장 No.2 PX 플랜트의 급격한 가동을 상승은 제한된 상황이나, 동사는 No.1 PX 플랜트의 풀 가동, 가솔린 블렌딩향 투입 확대 등으로 손실을 최소화할 계획으로 보인다. 한편 동사는 PET 신규 가동 확대에 의한 역내 PX-Alone 설비의 MX 수요 확대를 고려하여, MX 외판 비중을 확대할 것으로 보인다. 또한 동사는 재산종합보험/기업 휴지보험을 가입하여, 보험금은 시차를 두고 영업외손익에 반영될 전망이다.

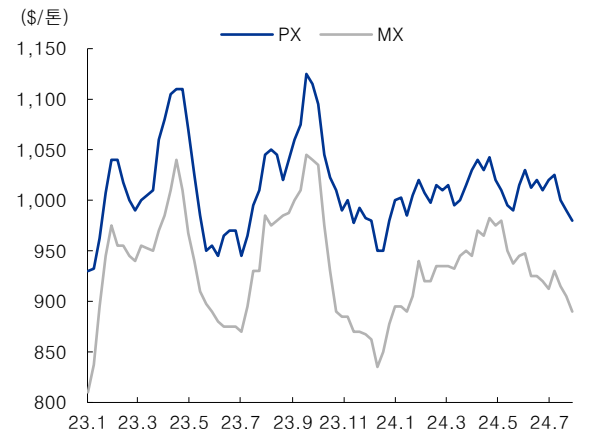
샤힌 프로젝트, Cost Curve 곡선 상 우위 지속 전망

동사는 지난 30년 동안 총 4번의 Capex 사이클이 발생하고 있다. 1) 1994~1997년 첫 번째 Capex 투자기(총 1.7조)에는 No.3 CDU/RFCC/탈황(잔사유/감압경유/수첨)/No.2 PX/No.2 벤젠 플랜트 등이 건설되었고, 완공 후 1997년부터 투자 효과가 극적으로 발생하였고, 2) 2008~2011년 두 번째 Capex 투자기(총 2.5조원)에는 CFU/No.2 아로마틱 콤플렉스가 신설되었고, 완료 후 PX 호황이 겹치며 석유화학 실적에 바로 반영되었다. 3) 다만 2014~2018년 세 번째 Capex 투자기(총 7.9조원)의 RUC&ODC/한국석유공사 부지 매입/SUPER 프로젝트의 경우 2018년에 가동을 개시하였으나, 중국 올레핀 증설 확대 및 세계 최초 신규 공법 적용 등으로 투자가 실적에 반영되기까지는 2년 정도의 시차가 발생하였다. 4) 한편 2022~2026년까지 총 9.3조원이 투입되는 샤힌 프로젝트는 2026년 기계적 준공 이후 램프업을 거쳐 2026년 하반기에 본격 가동에 들어갈 전망이다. 중국의 2차 웨이브 증설 등으로 당초 계획 대비 투자 경제성이 감소한 것으로 예상되나, Off-gas 활용, 원재료(나프타/에탄/LPG 등)의 이전가격 적용으로 역내 스팀 크래커 대비 Cost Curve 곡선 상에서 우위를 지속할 전망이다. 또한 저부가 B-C는 기존 RUC&ODC 프로젝트 완공으로 정유부문 매출액에 1.0% 수준으로 떨어진 상황에서, 나프타(연간 230~250만톤 외판 추정)도 대부분 샤힌 프로젝트의 원재료로 사용되며, 2027년에는 현재 역 크랙 스프레드를 기록하고 있는 나프타의 매출액이 '0'으로 수렴할 전망이다. 샤힌 프로젝트는 화학뿐만 아니라 정유부문 마진 개선에도 기여할 것으로 보인다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	37,783	37,892	37,927
영업이익	3,405	1,355	1,422	1,861	2,191
세전이익	2,899	1,132	1,181	1,555	1,848
지배주주순이익	2,104	949	910	1,213	1,441
EPS(원)	18,047	8,137	7,804	10,403	12,360
증가율(%)	52.7	-54.9	-4.1	33.3	18.8
영업이익률(%)	8.0	3.8	3.8	4.9	5.8
순이익률(%)	5.0	2.7	2.4	3.2	3.8
ROE(%)	27.2	10.8	9.8	12.1	13.3
PER	4.6	8.6	8.7	6.5	5.5
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.3	5.7	5.5	4.8	4.1

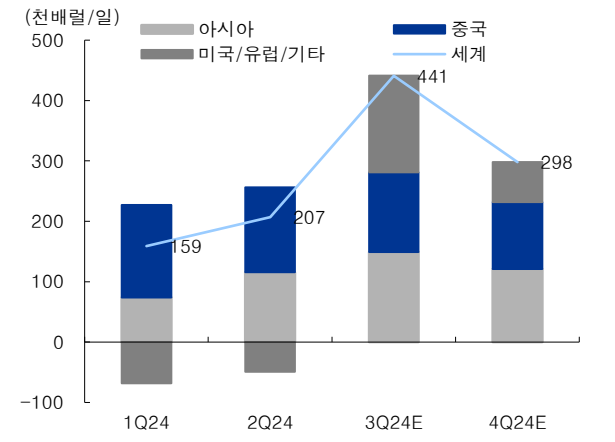
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 PX/MX 가격 추이



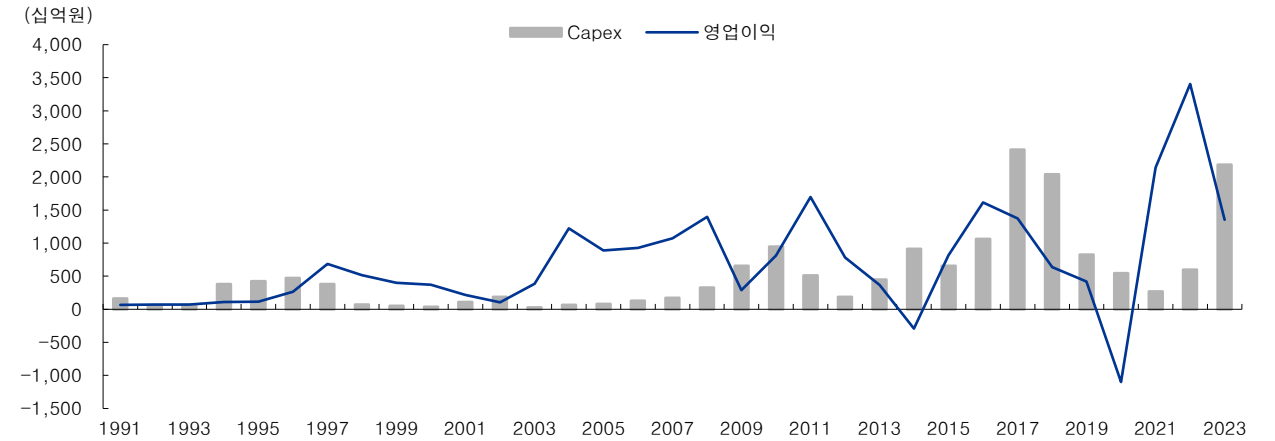
자료: 씨스젠, IBK투자증권

그림 2. 지역별 휘발유 수요 성장(YoY)



자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 3. S-Oil Capex/영업이익 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 1. S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023	2024E
매출액	9,078	7,820	9,000	9,830	9,308	9,571	9,254	9,650	27,464	42,446	35,727	37,783
정유	7,277	6,000	7,199	7,782	7,445	7,451	7,699	8,012	20,191	34,005	28,257	30,608
석유화학	1,039	1,009	1,125	1,212	1,097	1,309	786	877	4,657	5,026	4,385	4,068
운환	763	811	676	836	767	811	770	761	2,616	3,416	3,085	3,108
영업이익	516	36	859	-56	454	161	366	440	2,141	3,405	1,355	1,422
%OP	5.7	0.5	9.5	-0.6	4.9	1.7	4.0	4.6	7.8	8.0	3.8	3.8
정유	291	-292	666	-266	250	-95	132	207	1,028	2,347	399	494
석유화학	29	82	45	47	48	110	88	85	277	-49	204	332
운환	196	247	147	226	156	146	146	148	1,002	1,110	816	595

자료: S-Oil, IBK투자증권

S-Oil (010950)

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	37,783	37,892	37,927
증가율(%)	54.6	-15.8	5.8	0.3	0.1
매출원가	38,291	33,621	35,559	35,223	34,928
매출총이익	4,155	2,106	2,225	2,669	2,999
매출총이익률 (%)	9.8	5.9	5.9	7.0	7.9
판매비	749	751	803	808	809
판매비율(%)	1.8	2.1	2.1	2.1	2.1
영업이익	3,405	1,355	1,422	1,861	2,191
증가율(%)	59.0	-60.2	4.9	30.9	17.7
영업이익률(%)	8.0	3.8	3.8	4.9	5.8
순금융손익	-324	-201	-210	-261	-297
이자손익	-120	-181	-219	-256	-293
기타	-204	-20	9	-5	-4
기타영업외손익	-182	-24	-31	-45	-45
중속/관계기업손익	0	2	1	0	0
세전이익	2,899	1,132	1,181	1,555	1,848
법인세	794	183	271	342	406
법인세율	27.4	16.2	22.9	22.0	22.0
계속사업이익	2,104	949	910	1,213	1,441
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,104	949	910	1,213	1,441
증가율(%)	52.7	-54.9	-4.1	33.3	18.8
당기순이익률 (%)	5.0	2.7	2.4	3.2	3.8
지배주주당기순이익	2,104	949	910	1,213	1,441
기타포괄이익	8	-22	0	0	0
총포괄이익	2,113	927	910	1,213	1,441
EBITDA	4,055	2,074	2,346	2,927	3,335
증가율(%)	45.2	-48.9	13.1	24.8	14.0
EBITDA마진율(%)	9.6	5.8	6.2	7.7	8.8

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	18,047	8,137	7,804	10,403	12,360
BPS	72,754	77,506	82,568	88,975	97,340
DPS	5,500	1,700	2,750	2,750	2,750
밸류에이션(배)					
PER	4.6	8.6	8.7	6.5	5.5
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.3	5.7	5.5	4.8	4.1
성장성지표(%)					
매출증가율	54.6	-15.8	5.8	0.3	0.1
EPS증가율	52.7	-54.9	-4.1	33.3	18.8
수익성지표(%)					
배당수익률	6.6	2.4	4.0	4.0	4.0
ROE	27.2	10.8	9.8	12.1	13.3
ROA	11.0	4.6	4.0	4.8	5.3
ROIC	19.0	7.8	6.7	7.7	8.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	131.2	138.7	153.8	152.8	150.6
순차입금 비율(%)	43.4	42.0	53.4	60.3	52.8
이자보상배율(배)	22.5	5.7	5.3	6.0	6.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	19.9	15.5	15.2	14.6	14.7
재고자산회전율	10.3	7.6	7.4	6.9	7.0
총자산회전율	2.2	1.7	1.6	1.5	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,206	9,648	10,883	10,762	12,313
현금및현금성자산	1,310	1,963	1,930	2,222	3,457
유가증권	151	11	0	0	0
매출채권	2,304	2,308	2,657	2,535	2,628
재고자산	4,733	4,639	5,582	5,325	5,522
비유동자산	10,407	11,928	13,548	15,461	16,134
유형자산	9,588	11,152	12,921	14,864	15,528
무형자산	106	116	113	105	97
투자자산	139	168	138	134	137
자산총계	19,613	21,576	24,431	26,223	28,446
유동부채	8,213	9,255	10,350	9,918	10,248
매입채무및기타채무	3,172	3,989	4,777	4,556	4,725
단기차입금	1,939	2,142	2,131	2,033	2,108
유동성장기부채	590	640	970	970	970
비유동부채	2,917	3,284	4,453	5,931	6,848
사채	2,427	2,137	2,096	2,096	2,096
장기차입금	0	700	1,876	3,376	4,276
부채총계	11,130	12,539	14,803	15,849	17,096
지배주주지분	8,483	9,038	9,628	10,375	11,350
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	34	37	37	37	37
이익잉여금	6,829	7,380	7,969	8,716	9,692
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,483	9,038	9,628	10,375	11,350
비이자부채	5,990	6,766	7,730	7,374	7,646
총차입금	5,140	5,773	7,073	8,475	9,450
순차입금	3,678	3,799	5,143	6,252	5,993

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651	2,526	1,034	2,488	2,513
당기순이익	2,104	949	910	1,213	1,441
비현금성 비용 및 수익	2,000	995	1,154	1,371	1,487
유형자산감가상각비	644	711	914	1,057	1,136
무형자산상각비	6	8	10	9	8
운전자본변동	-2,132	1,473	-725	160	-122
매출채권등의 감소	-386	-27	-326	123	-94
재고자산의 감소	-1,338	209	-882	258	-197
매입채무등의 증가	221	882	715	-220	168
기타 영업현금흐름	-321	-891	-305	-256	-293
투자활동 현금흐름	-773	-2,066	-2,613	-2,995	-1,892
유형자산의 증가(CAPEX)	-599	-2,186	-2,682	-3,000	-1,800
유형자산의 감소	30	20	3	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-2	-6	0	0
투자자산의 감소(증가)	-140	137	133	5	-4
기타	-63	-35	-61	0	-88
재무활동 현금흐름	-1,514	193	1,544	800	613
차입금의 증가(감소)	-819	649	1,176	1,500	900
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-695	-456	368	-700	-287
기타 및 조정	1	0	1	0	1
현금의 증가	-635	653	-34	293	1,235
기초현금	1,946	1,310	1,963	1,930	2,222
기말현금	1,310	1,963	1,930	2,222	3,457

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2023.07.01~2024.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	134	87
Trading Buy (중립)	16	10.4
중립	4	2.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

