



S-Oil (010950)

예상보다 낮았던 재고이익, 정제마진은 개선 기대

▶ Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

Buy (유지)

목표주가(유지): 85,000원

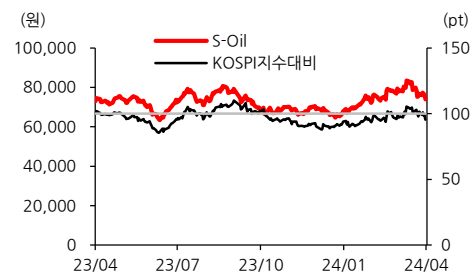
현재 주가(4/26)	74,000원
상승여력	▲14.9%
시가총액	83,311억원
발행주식수	112,583천주
52 주 최고가 / 최저가	83,500 / 63,400원
90 일 일평균 거래대금	227.95억원
외국인 지분율	79.0%
주주 구성	
AramcoOverseasCompanyBV	63.4%
국민연금공단 (외 1 인)	7.3%
김형배 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.8	8.8	7.7	-2.4
상대수익률(KOSPI)	-3.1	1.7	-7.8	-9.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	42,446	35,727	38,529	37,054
영업이익	3,405	1,355	1,546	1,796
EBITDA	4,055	2,074	2,213	2,646
지배주주순이익	2,104	949	852	1,209
EPS	18,504	8,369	7,514	10,679
순차입금	3,726	3,839	5,804	6,954
PER	4.5	8.3	9.8	6.9
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.3	5.7	6.5	5.9
배당수익률	6.6	2.4	2.3	2.7
ROE	27.2	10.8	9.1	11.9

주가 추이



1Q24 영업이익 4,541억원(컨센 -9% 하회)

1Q24 S-Oil 영업이익은 4,541억원을 기록해 컨센서스 4,965억원 및 당사 추정치 5,574억원을 각각 -9%, -19% 하회했다. 당사가 추정한 1Q24 재고평가이익은 985억원이었는데, 실제로는 206억원 반영되며 차이가 발생했다. 또한, 윤환은 높아진 원가가 판가에 반영되는 시점 차이와 그룹 III 윤환기유 공급 증가에 따른 마진 감소로 영업이익이 QoQ -30% 감소했다.

2Q24 실적 개선은 제한적일 것

S-Oil 2Q24 영업이익은 4,842억원으로 1Q와 유사한 수준을 예상한다. 재고평가이익(973억원 추정, QoQ +767억원) 증가와 환율 상승은 긍정적이나, 정제마진 감소가 이를 대부분 상쇄할 전망이다. 4월 복합정제마진은 6.4\$/b로 1Q24 11.4\$/b 대비 크게 하락했다. 온화한 날씨에 따른 난방용 수요 감소와 홍해 이슈로 인한 역내 공급 증가가 등/경유 및 납사 마진 감소를 초래하고 있는 것으로 분석한다. 계절적 성수기 도래 및 역내 정기보수 증가로 정제마진은 5~6월 반등 가능할 것으로 예상되나, 신규 정제설비 가동과 러시아 정제설비의 복귀 가능성을 고려하면 개선폭은 그리 크지 않을 것으로 판단한다. 다만, 화학(524억원 추정, QoQ +9%)은 수요 개선과 역내 정기보수 증가로 실적 개선될 전망이며, 윤환(178억원, QoQ +14%)도 판가 인상에 증익을 예상한다.

복잡해지는 셈법

S-Oil에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 8.5만원을 유지한다. Target Multiple은 PBR 1.0배를 적용했다. 4월 기준 89\$/b까지 상승한 Dubai 유가는 5/1일부터 확장공사가 마무리되는 TMX 프로젝트를 고려할 때 추가 상승여력이 제한된다 판단하며, 정제마진도 1Q24 수준까지 반등하긴 쉽지 않을 것으로 예상하기 때문이다. 그럼에도 투자 의견 BUY를 유지하는 이유는 1) 여전히 지정학적 불확실성이 높고, 2) 높은 정제마진 덕분에 견조한 실적이 장기화될 가능성이 크기 때문이다. 3) 안정적인 재무구조를 바탕으로 신사업인 사린, SAF(지속가능항공유) 등을 추진해 성장성을 확보해나가는 점도 긍정적이다.

[표1] S-Oil 2024년 1분기 실적

(단위: 십억 원)

	1Q23	4Q23	1Q24P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	9,077.6	9,829.9	9,308.5	9,053.8	9,609.2	2.5%	-5.3%	2.8%	-3.1%
영업이익	515.7	-56.4	454.1	557.4	496.5	-11.9%	흑자전환	-18.5%	-8.5%
순이익	265.3	160.5	166.2	391.7	327.3	-37.4%	3.5%	-57.6%	-49.2%
영업이익률	5.7%	-0.6%	4.9%	6.2%	5.2%	-0.8%pt	5.5%pt	-1.3%pt	-0.3%pt
순이익률	2.9%	1.6%	1.8%	4.3%	3.4%	-1.1%pt	0.2%pt	-2.5%pt	-1.6%pt

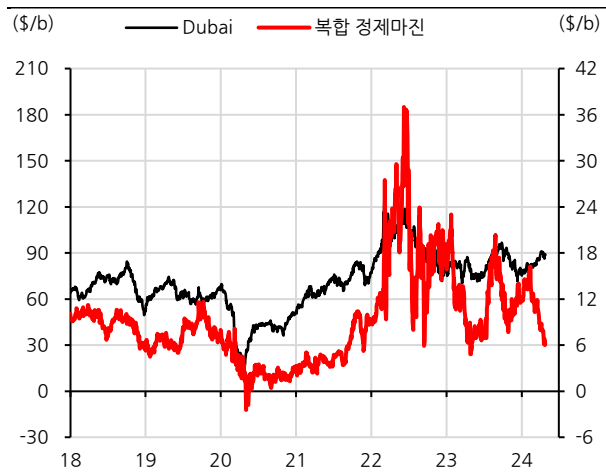
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] S-Oil 연간 실적 추정치 변경

	2024E			2025E		
	변경 후	변경 전	차이	변경 후	변경 전	차이
매출액	38,528.6	36,657.3	5.1%	37,054.0	36,060.3	2.8%
영업이익	1,551.8	2,811.0	-44.8%	1,802.0	1,026.0	75.6%
영업이익률	4.0%	7.7%	-3.6%pt	4.9%	2.8%	2.0%pt
순이익(지배)	851.8	1,865.3	-54.3%	1,209.2	3,109.6	-61.1%
순이익률(지배)	2.2%	5.1%	-2.9%pt	3.3%	8.6%	-5.4%pt

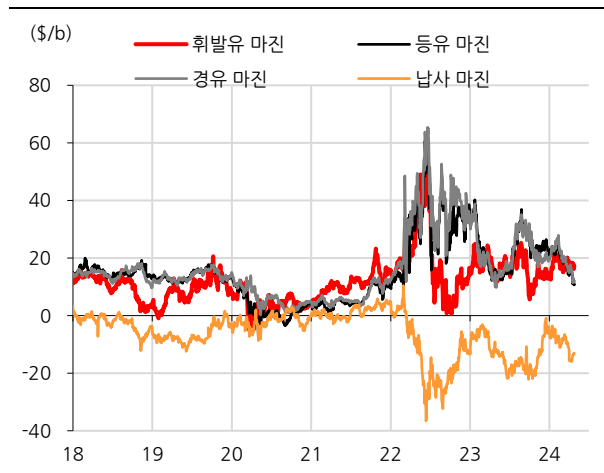
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 유가 및 정제마진 추이



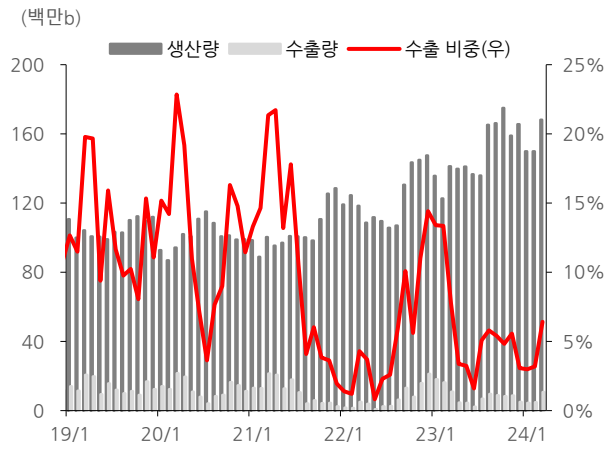
자료: Petronet, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 석유제품별 마진 추이



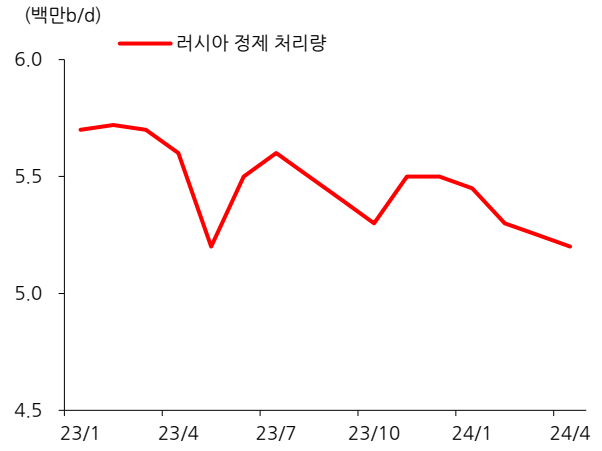
자료: Petronet, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 중국 경유 생산량 및 수출량 추이



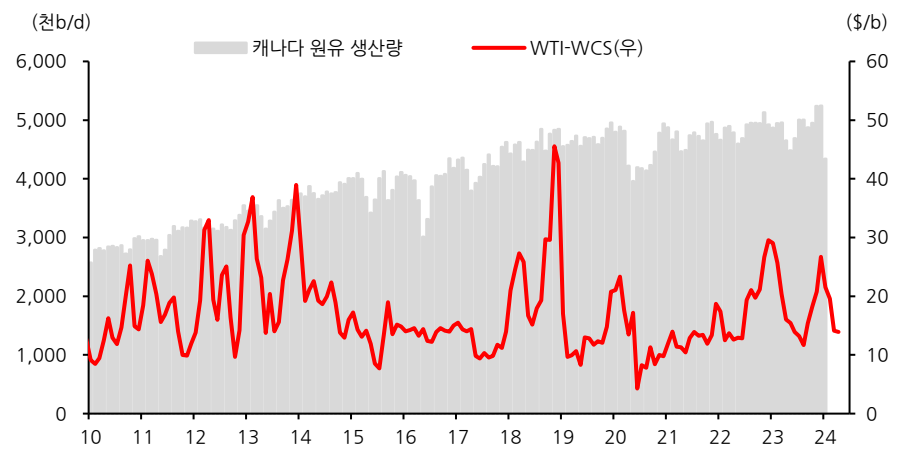
자료: 해관총서, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 러시아 정제처리량 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 캐나다 원유 생산량은 TMX 프로젝트 완료로 약 60만 b/d 증가할 수 있을 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

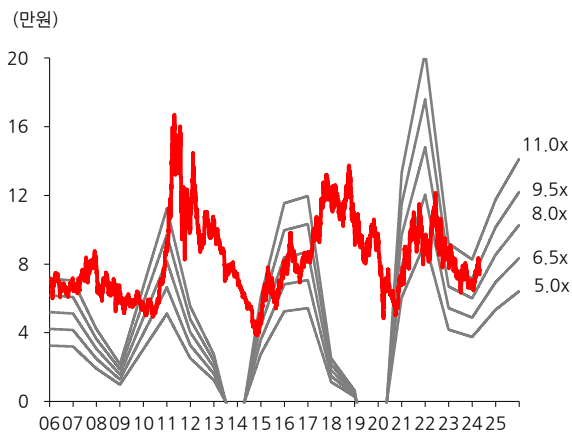
[표3] S-Oil 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	9,308.5	9,859.7	9,782.5	9,577.8	9,313.1	9,121.7	9,317.0	9,302.2	35,727.3	38,528.6	37,054.0
QoQ(%)	-5.3%	5.9%	-0.8%	-2.1%	-2.8%	-2.1%	2.1%	-0.2%			
YoY(%)	2.5%	26.1%	8.7%	-2.6%	0.0%	-7.5%	-4.8%	-2.9%	-15.8%	7.8%	-3.8%
정유	7,444.8	7,986.4	7,852.9	7,781.6	7,584.6	7,290.5	7,405.2	7,502.8	28,257.2	31,065.8	29,783.1
석유화학	1,096.8	1,068.6	1,078.8	1,030.8	1,026.8	1,061.6	1,084.8	1,043.7	4,384.7	4,274.9	4,217.0
운할기유	766.9	804.7	850.9	765.4	701.7	769.6	826.9	755.7	3,085.4	3,187.8	3,054.0
영업이익	454.1	484.2	291.8	321.6	360.1	408.9	534.9	498.1	1,354.5	1,545.8	1,796.0
OPM(%)	4.9%	4.9%	3.0%	3.4%	3.9%	4.5%	5.7%	5.4%	3.8%	4.0%	4.9%
QoQ(%)	흑전	6.6%	-39.7%	10.2%	11.9%	13.6%	30.8%	-6.9%			
YoY(%)	-11.9%	1229.6%	-66.0%	흑전	-20.7%	-15.6%	83.3%	54.9%	-60.3%	14.6%	16.1%
정유	250.4	253.8	61.2	134.6	174.0	177.6	258.0	257.7	353.4	699.9	867.2
OPM(%)	3.4%	3.2%	0.8%	1.7%	2.3%	2.4%	3.5%	3.4%	1.3%	2.3%	2.9%
경제마진(\$/bbl)	11.6	5.8	4.9	5.5	5.1	5.3	6.4	6.4	8.6	7.5	5.8
석유화학	48.0	52.4	57.3	53.7	64.3	92.5	105.1	90.4	190.6	211.4	352.2
OPM(%)	4.4%	4.9%	5.3%	5.2%	6.3%	8.7%	9.7%	8.7%	6.2%	6.6%	11.5%
PX-Spread	342.4	401.1	408.3	408.2	417.9	429.9	448.0	447.5	386.4	390.0	435.8
운할기유	155.7	178.0	173.3	133.4	121.8	138.8	171.9	150.1	810.5	640.4	582.6
OPM(%)	20.3%	22.1%	20.4%	17.4%	17.4%	18.0%	20.8%	19.9%	26.3%	20.1%	19.1%
당기순이익	166.2	372.6	221.6	91.4	268.6	305.7	404.3	230.7	948.8	851.8	1,209.2
순이익률(%)	1.8%	3.8%	2.3%	1.0%	2.9%	3.4%	4.3%	2.5%	2.7%	2.2%	3.3%

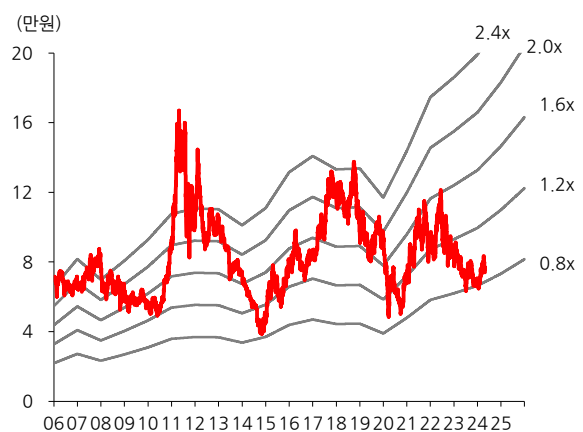
자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] S-Oil 12M 선행 PER 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] S-Oil 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	27,464	42,446	35,727	38,529	37,054
매출총이익	2,769	4,155	2,106	2,422	2,639
영업이익	2,141	3,405	1,355	1,546	1,796
EBITDA	2,793	4,055	2,074	2,213	2,646
순이자손익	-100	-118	-177	-154	-143
외화관련손익	-321	-339	-60	0	0
지분법손익	2	0	2	0	0
세전계속사업손익	1,878	2,899	1,132	1,165	1,653
당기순이익	1,379	2,104	949	852	1,209
지배주주순이익	1,379	2,104	949	852	1,209
증가율(%)					
매출액	63.2	54.6	-15.8	7.8	-3.8
영업이익	흑전	59.0	-60.2	14.1	16.1
EBITDA	흑전	45.2	-48.9	6.7	19.5
순이익	흑전	52.7	-54.9	-10.2	42.0
이익률(%)					
매출총이익률	10.1	9.8	5.9	6.3	7.1
영업이익률	7.8	8.0	3.8	4.0	4.8
EBITDA 이익률	10.2	9.6	5.8	5.7	7.1
세전이익률	6.8	6.8	3.2	3.0	4.5
순이익률	5.0	5.0	2.7	2.2	3.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	1,477	1,651	2,526	1,292	2,135
당기순이익	1,379	2,104	949	852	1,209
자산상각비	652	650	719	667	850
운전자본증감	-967	-2,132	1,473	-237	65
매출채권 감소(증가)	-772	-386	-27	112	83
재고자산 감소(증가)	-1,391	-1,338	209	266	126
매입채무 증가(감소)	1,066	221	882	-627	-157
투자현금흐름	197	-773	-2,066	-3,038	-3,089
유형자산처분(취득)	-97	-569	-2,165	-3,016	-3,066
무형자산 감소(증가)	-12	-1	-2	0	0
투자자산 감소(증가)	-3	-2	0	-1	-2
재무현금흐름	-466	-1,514	193	1,779	-197
차입금의 증가(감소)	-281	-819	649	2,000	0
자본의 증가(감소)	-117	-617	-373	-221	-197
배당금의 지급	117	617	373	221	197
총현금흐름	2,627	4,104	1,944	1,529	2,070
(-)운전자본증감(감소)	759	1,315	-866	237	-65
(-)설비투자	272	599	2,186	3,016	3,066
(+)자산매각	163	29	18	0	0
Free Cash Flow	1,759	2,220	642	-1,723	-931
(-)기타투자	-101	1,020	-709	21	22
잉여현금	1,860	1,201	1,351	-1,744	-953
NOPLAT	1,572	2,472	1,136	1,131	1,313
(+) Dep	652	650	719	667	850
(-)운전자본투자	759	1,315	-866	237	-65
(-)Capex	272	599	2,186	3,016	3,066
OpFCF	1,193	1,209	535	-1,454	-837

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	8,377	9,206	9,648	9,306	7,948
현금성자산	1,973	1,494	1,999	2,034	884
매출채권	2,841	2,964	2,990	2,878	2,795
재고자산	3,545	4,733	4,639	4,374	4,248
비유동자산	10,316	10,407	11,928	14,298	16,536
투자자산	643	713	661	682	704
유형자산	9,565	9,588	11,152	13,509	15,733
무형자산	108	106	116	107	99
자산총계	18,693	19,613	21,576	23,604	24,484
유동부채	8,505	8,213	9,255	8,641	8,498
매입채무	5,253	4,752	6,074	5,447	5,290
유동성이자부채	2,893	2,609	2,847	2,847	2,847
비유동부채	3,200	2,917	3,284	5,294	5,305
비유동이자부채	2,951	2,611	2,991	4,991	4,991
부채총계	11,705	11,130	12,539	13,935	13,803
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	5,334	6,829	7,380	8,011	9,023
자본조정	31	32	35	35	35
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	6,988	8,483	9,038	9,669	10,681

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	12,114	18,504	8,369	7,514	10,679
BPS	59,929	72,754	77,506	82,920	91,599
DPS	3,800	5,500	1,700	1,690	1,990
CFPS	22,527	35,198	16,672	13,114	17,749
ROA(%)	8.0	11.0	4.6	3.8	5.0
ROE(%)	21.8	27.2	10.8	9.1	11.9
ROIC(%)	14.7	21.6	9.1	8.1	8.0
Multiples(x, %)					
PER	7.1	4.5	8.3	9.8	6.9
PBR	1.4	1.1	0.9	0.9	0.8
PSR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	3.8	2.4	4.2	5.6	4.2
EV/EBITDA	4.9	3.3	5.7	6.5	5.9
배당수익률	4.4	6.6	2.4	2.3	2.7
안정성(%)					
부채비율	167.5	131.2	138.7	144.1	129.2
Net debt/Equity	55.4	43.9	42.5	60.0	65.1
Net debt/EBITDA	138.6	91.9	185.1	262.2	262.8
유동비율	98.5	112.1	104.2	107.7	93.5
이자보상배율(배)	19.5	22.5	5.7	7.5	9.2
자산구조(%)					
투하자본	80.4	84.6	82.7	85.0	91.7
현금+투자자산	19.6	15.4	17.3	15.0	8.3
자본구조(%)					
차입금	45.5	38.1	39.2	44.8	42.3
자기자본	54.5	61.9	60.8	55.2	57.7

[Compliance Notice]

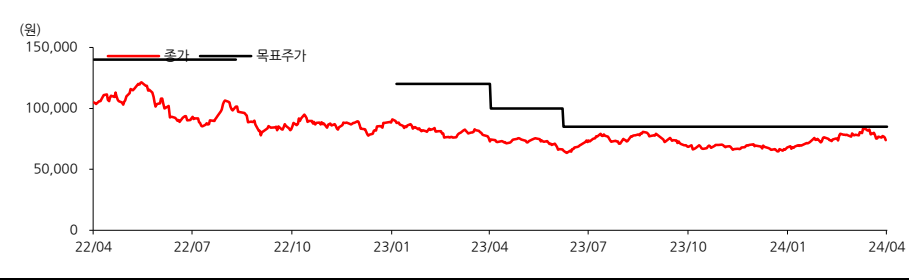
(공표일: 2024년 04월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[S-Oil 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2022.04.28	2022.05.12	2022.06.08	2023.01.31	2023.01.31
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격		140,000	140,000	140,000	윤용식	120,000
일시	2023.04.07	2023.04.28	2023.07.04	2023.10.11	2023.10.31	2024.01.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	100,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일시	2024.02.28	2024.02.29	2024.04.29			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	85,000	85,000	85,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(₩)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.01.31	Buy	120,000	-32.32	-26.42
2023.04.28	Buy	100,000	-27.43	-24.40
2023.07.04	Buy	85,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%