

**BUY**

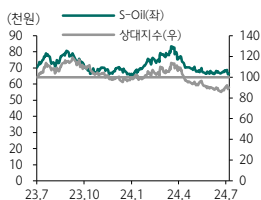
목표주가(12M) 85,000원
현재주가(7.26) 66,400원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,731.90
52주 최고/최저(원)	83,500/64,700
시가총액(십억원)	7,475.5
시가총액비중(%)	0.34
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	229.8
60일 평균 거래대금(십억원)	15.7
외국인지분율(%)	77.40
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 6 인	63.43
국민연금공단	7.30

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	38,087.7	37,143.6
영업이익(십억원)	1,375.1	1,633.6
순이익(십억원)	806.7	1,053.1
EPS(원)	6,918	9,031
BPS(원)	82,469	89,087

Stock Price**Financial Data**

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	42,446.0	35,726.7	38,978.4	39,681.5
영업이익	3,405.2	1,354.6	1,350.4	1,568.8
세전이익	2,898.5	1,131.7	882.0	1,158.0
순이익	2,104.4	948.8	705.6	926.4
EPS	18,047	8,137	6,051	7,945
증감율	52.66	(54.91)	(25.64)	31.30
PER	4.62	8.55	10.94	8.33
PBR	1.15	0.90	0.82	0.77
EV/EBITDA	3.29	5.73	6.18	5.58
ROE	27.20	10.83	7.63	9.51
BPS	72,770	77,522	81,103	86,094
DPS	5,500	1,700	2,500	3,000



Analyst 윤재성 jsyoon@hanafn.com
RA 신홍주 hongjushin@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 07월 29일 | 기업분석_Earnings Review

S-Oil (010950)**2025년까지 회복 사이클 진입. 매수 타이밍****2Q24 영업이익 컨센 부합**

2Q24 영업이익은 1,606억원(QoQ -65%, YoY +341%)으로 컨센(1,663억원)에 부합했다. 환율 상승에 따른 외환차손 1,522억원 발생으로 지배순익은 -213억원을 기록했다. 석유화학 대폭 증익에도 불구하고 정유의 적자전환이 아쉬웠다. 정유 영업이익은 -950억원(QoQ -3,454억원)이었다. 실적 부진의 대부분은 정제마진 축소(1Q24 12.5\$ → 2Q24 7\$)에 의한 효과로 판단된다. 석유화학은 벤젠/PX, PP 마진 개선 영향으로 영업이익 1,099억원(QoQ +129%)을 기록했다. 반면, 윤활기유는 원료가 상승에 따른 마진 조정이 있었으나 영업이익 1,458억원(QoQ -6%)을 기록하며 여전히 견조한 흐름이었다.

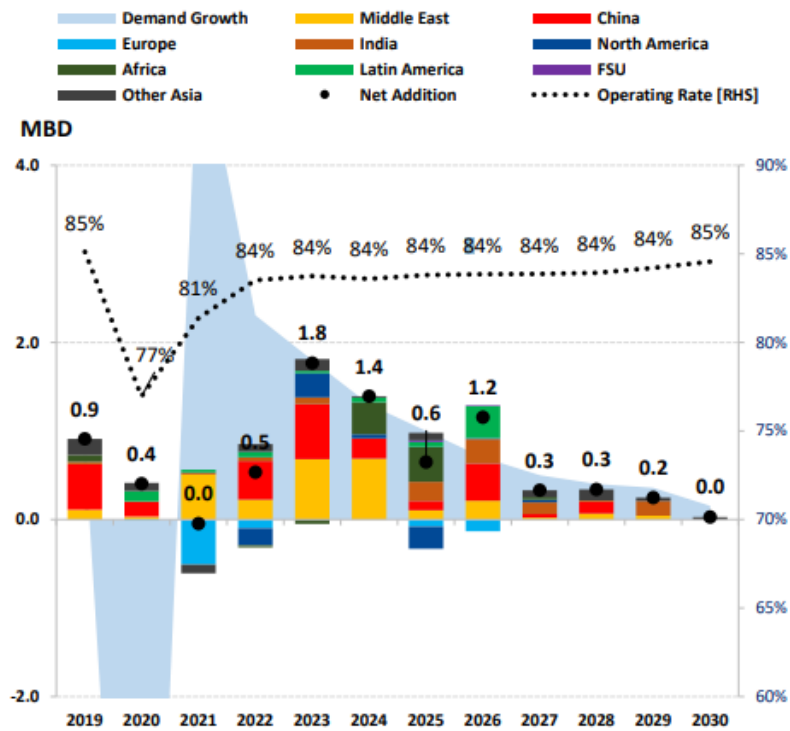
3Q24 영업이익 QoQ +122% 증익 전망

3Q24 영업이익은 3,561억원(QoQ +122%, YoY -59%)으로 전분기 대비 개선을 예상한다. 정유 영업이익은 1,538억원(QoQ +2,488억원)을 가정했다. 해당 추정의 기본 가정은 유가 QoQ Flat, 정제마진 QoQ +2.5\$ 개선 가정이다. 2Q24 정제마진 평균이 7\$이고 현재 정제마진이 9\$에 육박한다는 점을 가정할 때, 전혀 무리스럽지 않은 가정이다.

2025년까지 회복 사이클 진입. 매수 타이밍

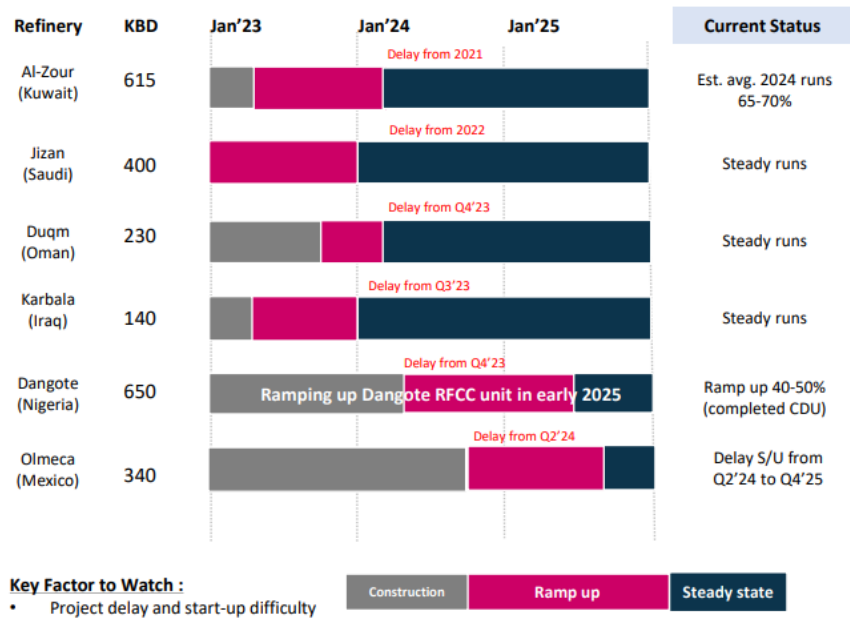
BUY, 8.5만원을 유지한다. 2025년까지의 업황 개선 사이클을 감안하여 저점 매수할 타이밍이다. 1) 2024년 대규모 증설의 부정적 영향이 벌어지는 구간이다. 쿠웨이트 Al-Zour 61.5만b/d는 올해 초 점진적 가동을 상향 이후 현재는 Full 가동이다. 나이지리아 Dangote 65만b/d는 CDU 가동을 40~50%로 연말 85% 가동 목표다. 해당 두 설비의 신규 가동충격은 이미 2Q24에 반영되었다. 멕시코 Olmeca 34만b/d는 2Q24 가동에서 2025년 말로 연기된 상태다. 이로써 올해 예정된 대규모 증설은 일단락되었으며, 2025년에는 CDU 순증설이 60만b/d로 YoY -57% 감소해 공급부담은 크게 줄어든다. 2) 2025년에는 중국/인도의 석유제품 순수입 전환 가능성이 농후하다. 인도의 2024년 상반기 전력수요는 YoY +9% 증가할 정도로 성장세가 무섭다. 증설 속도보다 빠른 수요 성장세로 인해 인도는 석유제품을 순수입 해야 할 것이다. 중국은 이미 작년부터 월별로 순수입 전환이 포착된다. 중국 정제설비 Capa의 Max는 2천만b/d로 제한되어, 향후 순수입 전환은 명약관화하다. 3) 한국의 석유제품 수출은 상반기 기준 6년 만에 최대치를 기록했다. 가동률은 2021년 상반기 72%에서 올해 상반기 80%까지 상향됐다. 이는 한국이 글로벌 최대 석유제품 수출국 중 하나이며 Swing Producer로 공급이 부족한 호주, 일본 등을 공략한 결과다. 향후 인도/미국/중국 등 공급부족 발생 지역으로 추가적인 수출 확대도 기대된다. 4) 트럼프 2.0이 현실화되면 사우디와의 관계 회복에 따른 OSP 하향 안정화를 기대할 수 있고, 석유제품 수요 측면에서도 긍정적이다. 여러모로 지금은 저가 매수할 타이밍이다.

도표 1. 글로벌 CDU 증설 추이



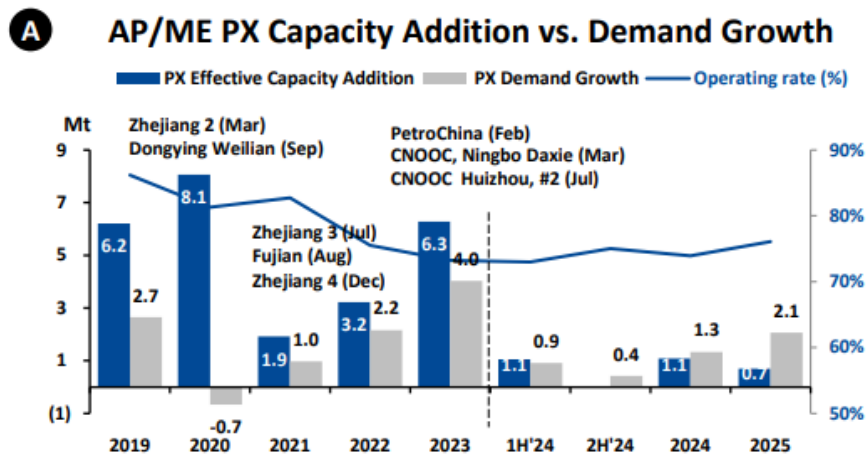
자료: 하나증권

도표 2. 글로벌 CDU 신규 증설 이후 가동 현황



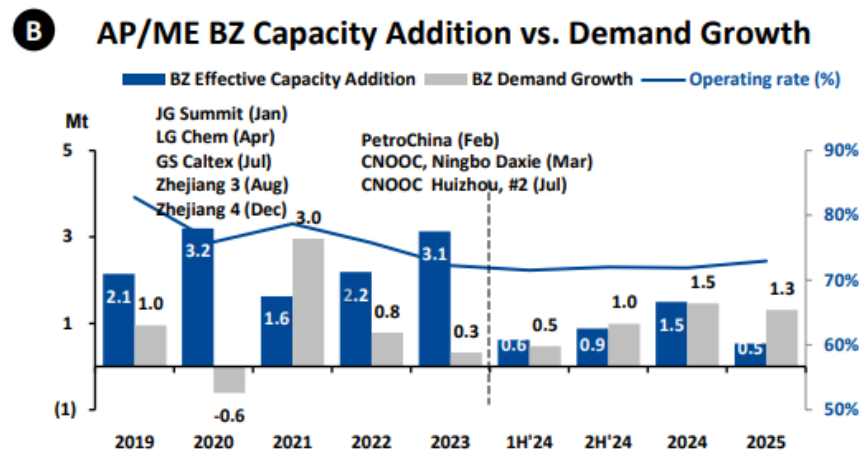
자료: 하나증권

도표 3. 아시아/중동 PX 증설은 전무한 구간에 진입



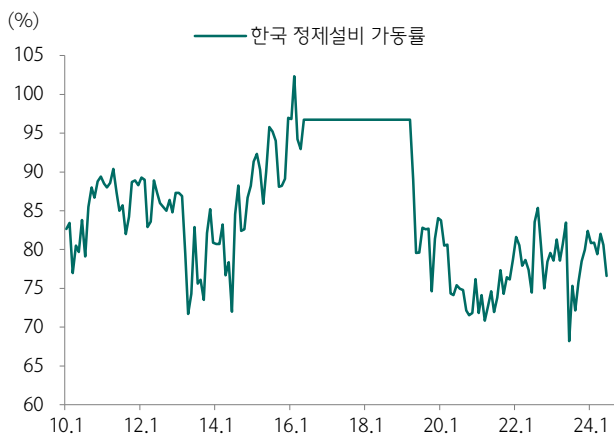
자료: 하나증권

도표 4. 아시아/중동 BZ 증설도 큰 폭 감소



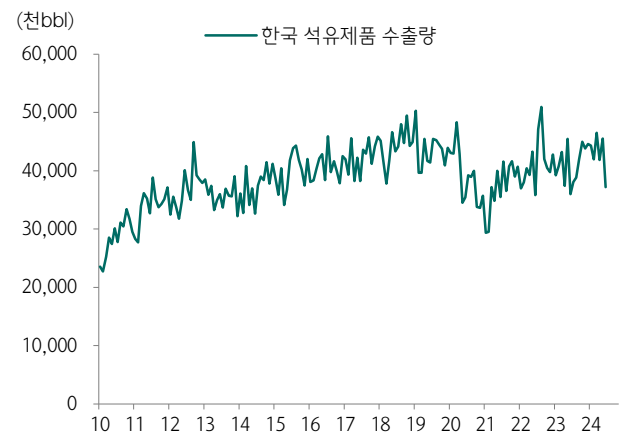
자료: 하나증권

도표 5. 한국 정제설비 가동률 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 한국 석유제품 수출량 추이



자료: Petronet, 하나증권

도표 7. S-Oil 2Q24 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q24P	1Q24	2Q23	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	9,570.8	9,308.5	7,819.6	22.4	2.8	9,550.9	0.2
영업이익	160.6	454.1	36.4	341.2	-64.6	166.3	-3.4
세전이익	-40.9	227.2	-33.8	적지	적전	N/A	N/A
순이익	-21.3	166.2	-22.4	적지	적전	93.5	적전
영업이익률	1.7	4.9	0.5	1.2	-3.2	1.7	-0.1
세전이익률	-0.4	2.4	-0.4	0.0	-2.9	N/A	N/A
순이익률	-0.2	1.8	-0.3	0.1	-2.0	1.0	-1.2

자료: 하나증권

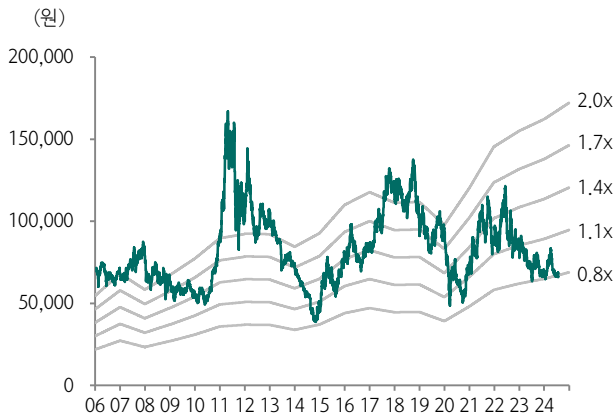
도표 8. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2024F			2025F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	38,978.4	38,584.6	1.0	39,681.5	39,233.9	1.1
영업이익	1,350.4	1,316.5	2.6	1,568.8	1,528.3	2.7
세전이익	882.0	848.4	4.0	1,158.0	1,118.2	3.6
순이익	705.6	678.7	4.0	926.4	894.6	3.6
영업이익률	3.5	3.4	0.1	4.0	3.9	0.1
세전이익률	2.3	2.2	0.1	2.9	2.9	0.1
순이익률	1.8	1.8	0.1	2.3	2.3	0.1

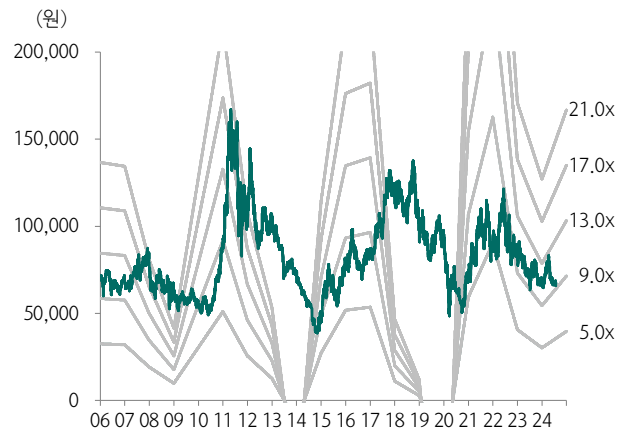
자료: 하나증권

도표 9. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 10. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 11.S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F
매출액	9,077.6	7,819.6	8,999.6	9,830.4	9,308.5	9,570.8	10,041.3	10,057.8	42,446.0	35,727.2	38,978.4	39,681.5
QoQ(%)	-14.3%	-13.9%	15.1%	9.2%	-5.3%	2.8%	4.9%	0.2%				
YoY(%)	-2.3%	-31.7%	-19.1%	-7.2%	2.5%	22.4%	11.6%	2.3%	54.6%	-15.8%	9.1%	1.8%
정유부문	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,444.8	7,451.4	8,006.2	7,931.7	34,004.9	28,257.2	30,834.2	31,252.6
석유화학부문	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,096.8	1,308.5	1,241.3	1,315.1	5,025.5	4,384.7	4,961.8	5,141.4
운할기유부문	762.5	810.5	676.1	836.3	766.9	810.9	793.7	811.0	3,415.5	3,085.4	3,182.5	3,287.4
영업이익	515.7	36.4	858.9	-56.4	454.1	160.6	356.1	379.5	3,408.2	1,354.6	1,350.4	1,568.8
영업이익률(%)	5.7%	0.5%	9.5%	-0.6%	4.9%	1.7%	3.5%	3.8%	8.0%	3.8%	3.5%	4.0%
QoQ(%)	흑전	-92.9%	2259.5%	적전	흑전	-64.6%	121.7%	6.6%				
YoY(%)	-61.3%	-97.9%	67.8%	적지	-11.9%	341.3%	-58.5%	흑전	59.2%	-60.3%	-0.3%	16.2%
정유부문	290.6	-292.1	666.2	-311.3	250.4	-95.0	153.8	167.7	2,346.6	353.4	476.9	753.0
영업이익률(%)	4.0%	-4.9%	9.3%	-4.0%	3.4%	-1.3%	1.9%	2.1%	6.9%	1.3%	1.5%	2.4%
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	적전	흑전	9.0%				
YoY(%)	-75.8%	적전	745.1%	적지	-13.8%	적지	-76.9%	흑전	158.4%	-84.9%	35.0%	57.9%
석유화학부문	29.3	82.0	45.4	33.9	48.0	109.9	78.3	81.9	-48.8	190.6	318.1	302.5
영업이익률(%)	2.8%	8.1%	4.0%	2.8%	4.4%	8.4%	6.3%	6.2%	-1.0%	4.3%	6.4%	5.9%
QoQ(%)	흑전	179.9%	-44.6%	-25.4%	41.6%	128.9%	-28.7%	4.5%				
YoY(%)	흑전	355.6%	-19.1%	흑전	63.8%	34.0%	72.5%	141.5%	적전	흑전	66.9%	-4.9%
운할기유부문	195.8	246.5	147.2	221.0	155.7	145.8	123.9	129.9	1,110.5	810.5	555.3	513.3
영업이익률(%)	25.7%	30.4%	21.8%	26.4%	20.3%	18.0%	15.6%	16.0%	32.5%	26.3%	17.4%	15.6%
QoQ(%)	-29.9%	25.9%	-40.3%	50.1%	-29.5%	-6.4%	-15.0%	4.8%				
YoY(%)	0.2%	-4.8%	-60.9%	-20.9%	-20.5%	-40.9%	-15.8%	-41.2%	12.3%	-27.0%	-31.5%	-7.6%
당기순이익	265.3	-22.4	545.4	160.5	166.2	-21.3	264.2	296.5	2,104.4	948.8	705.6	926.4
당기순이익률(%)	2.9%	-0.3%	6.1%	1.6%	1.8%	-0.2%	2.6%	2.9%	5.0%	2.7%	1.8%	2.3%
QoQ(%)	15.9%	적전	흑전	-70.6%	3.5%	적전	흑전	12.2%				
YoY(%)	-69.5%	적전	흑전	-29.9%	-37.4%	적지	-51.6%	84.7%	52.7%	-54.9%	-25.6%	31.3%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446.0	35,726.7	38,978.4	39,681.5	39,814.9
매출원가	38,291.4	33,620.9	36,687.7	37,237.7	37,315.0
매출총이익	4,154.6	2,105.8	2,290.7	2,443.8	2,499.9
판매비	749.4	751.2	940.3	874.9	903.6
영업이익	3,405.2	1,354.6	1,350.4	1,568.8	1,596.4
금융손익	(324.1)	(201.2)	(362.8)	(305.3)	(296.9)
종속/관계기업손익	(0.2)	2.3	2.3	2.3	2.3
기타영업외손익	(182.3)	(24.0)	(107.9)	(107.9)	(107.9)
세전이익	2,898.5	1,131.7	882.0	1,158.0	1,193.9
법인세	794.2	182.9	176.4	231.6	238.8
계속사업이익	2,104.4	948.8	705.6	926.4	955.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2,104.4	948.8	705.6	926.4	955.1
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	2,104.4	948.8	705.6	926.4	955.1
지배주주지분포괄이익	2,112.6	926.7	705.6	926.4	955.1
NOPAT	2,472.2	1,135.7	1,080.3	1,255.0	1,277.1
EBITDA	4,055.0	2,073.7	2,155.9	2,453.4	2,544.6
성장성(%)					
매출액증가율	54.55	(15.83)	9.10	1.80	0.34
NOPAT증가율	57.31	(54.06)	(4.88)	16.17	1.76
EBITDA증가율	45.20	(48.86)	3.96	13.80	3.72
영업이익증가율	59.05	(60.22)	(0.31)	16.17	1.76
(지배주주)순이익증가율	52.66	(54.91)	(25.63)	31.29	3.10
EPS증가율	52.66	(54.91)	(25.64)	31.30	3.10
수익성(%)					
매출총이익률	9.79	5.89	5.88	6.16	6.28
EBITDA이익률	9.55	5.80	5.53	6.18	6.39
영업이익률	8.02	3.79	3.46	3.95	4.01
계속사업이익률	4.96	2.66	1.81	2.33	2.40

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	18,047	8,137	6,051	7,945	8,191
BPS	72,770	77,522	81,103	86,094	91,332
CFPS	35,198	16,672	18,275	20,826	21,608
EBITDAPS	34,776	17,784	18,489	21,040	21,822
SPS	364,016	306,391	334,278	340,307	341,452
DPS	5,500	1,700	2,500	3,000	3,000
주가지표(배)					
PER	4.62	8.55	10.94	8.33	8.08
PBR	1.15	0.90	0.82	0.77	0.72
PCFR	2.37	4.17	3.62	3.18	3.06
EV/EBITDA	3.29	5.73	6.18	5.58	4.98
PSR	0.23	0.23	0.20	0.19	0.19
재무비율(%)					
ROE	27.20	10.83	7.63	9.51	9.24
ROA	10.99	4.61	3.22	4.01	3.88
ROIC	19.14	7.98	6.83	7.13	6.98
부채비율	131.19	138.74	135.39	138.46	137.66
순부채비율	43.92	42.48	57.64	58.06	45.04
이자보상배율(배)	22.53	5.72	5.56	6.42	6.30

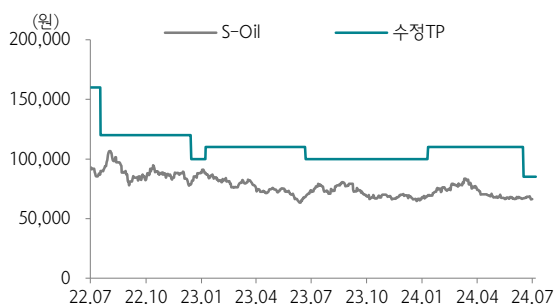
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	9,206.0	9,647.8	8,398.8	8,579.3	9,703.4	
금융자산	1,493.9	1,999.2	54.2	84.1	1,123.3	
현금성자산	1,310.3	1,963.3	14.9	44.2	1,083.0	
매출채권	2,303.6	2,307.5	2,517.6	2,563.0	2,588.6	
재고자산	4,733.2	4,639.2	5,061.4	5,152.7	5,204.2	
기타유동자산	675.3	701.9	765.6	779.5	787.3	
비유동자산	10,407.2	11,928.4	13,857.5	15,355.2	15,602.2	
투자자산	138.5	167.7	173.9	175.3	176.0	
금융자산	102.5	126.8	129.3	129.8	130.1	
유형자산	9,588.0	11,152.0	13,081.8	14,584.1	14,835.6	
무형자산	106.4	115.6	108.8	102.8	97.5	
기타비유동자산	574.3	493.1	493.0	493.0	493.1	
자산총계	19,613.1	21,576.1	22,256.4	23,934.5	25,305.6	
유동부채	8,213.2	9,254.5	9,190.5	9,880.8	10,640.1	
금융부채	2,608.7	2,847.5	2,213.6	2,220.7	2,228.5	
매입채무	3,172.4	3,989.5	4,352.6	4,787.9	5,266.6	
기타유동부채	2,432.1	2,417.5	2,624.3	2,872.2	3,145.0	
비유동부채	2,916.5	3,284.0	3,610.7	4,016.5	4,017.6	
금융부채	2,610.9	2,990.6	3,290.6	3,690.6	3,690.6	
기타비유동부채	305.6	293.4	320.1	325.9	327.0	
부채총계	11,129.7	12,538.6	12,801.3	13,897.3	14,657.7	
지배주주지분	8,483.5	9,037.6	9,455.1	10,037.1	10,647.9	
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5	
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	
기타포괄이익누계액	33.8	36.8	36.8	36.8	36.8	
이익잉여금	6,828.5	7,379.6	7,797.1	8,379.2	8,989.9	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	8,483.5	9,037.6	9,455.1	10,037.1	10,647.9	
순금융부채	3,725.7	3,838.9	5,450.0	5,827.2	4,795.8	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651.5	2,525.7	1,496.0	2,107.0	2,265.3
당기순이익	2,104.4	948.8	705.6	926.4	955.1
조정	1,679.4	103.8	1,043.0	1,032.0	1,095.7
감가상각비	649.9	719.2	805.5	884.6	948.2
외환거래손익	148.1	(34.5)	239.8	149.8	149.8
지분법손익	0.2	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
기타	881.2	(578.6)	(0.0)	(0.1)	(0.0)
영업활동 자산부채 변동	(2,132.3)	1,473.1	(252.6)	148.6	214.5
투자활동 현금흐름	(773.2)	(2,066.1)	(2,975.4)	(2,530.4)	(1,343.1)
투자자산감소(증가)	(4.2)	(2.5)	(3.9)	1.0	1.6
자본증가(감소)	(568.8)	(2,185.6)	(2,728.5)	(2,380.9)	(1,194.4)
기타	(200.2)	122.0	(243.0)	(150.5)	(150.3)
재무활동 현금흐름	(1,514.1)	245.8	(622.0)	62.7	(336.5)
금융부채증가(감소)	(624.5)	618.5	(333.9)	407.1	7.8
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(272.5)	(0.1)	0.0	(0.0)	0.1
배당지급	(617.1)	(372.6)	(288.1)	(344.4)	(344.4)
현금의 증감	(635.9)	705.4	(2,000.1)	29.2	1,038.7
Unlevered CFO	4,104.3	1,944.1	2,130.9	2,428.4	2,519.6
Free Cash Flow	1,052.7	340.1	(1,232.5)	(273.8)	1,070.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.7.12	BUY	85,000		
24.2.5	BUY	110,000	-34.12%	-24.09%
23.7.17	BUY	100,000	-28.65%	-19.30%
23.2.2	BUY	110,000	-30.56%	-20.82%
23.1.9	BUY	100,000	-13.61%	-8.90%
22.8.12	BUY	120,000	-25.99%	-11.25%
22.6.13	BUY	160,000	-39.41%	-25.94%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 7월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 7월 29일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 07월 26일