

## S-Oil (010950/KS)

## 리스크 대비 부각될 우호적 업황

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 105,000 원(유지)

현재주가: 74,000 원

상승여력: 41.9%

Analyst  
김도현do.kim@sks.co.kr  
3773-9994

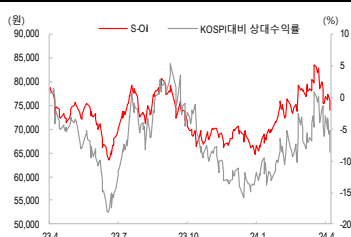
## Company Data

발행주식수	11,258 만주
시가총액	8,331 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company BV(외6)	63.43%
국민연금공단	7.30%

## Stock Data

주가(24/04/26)	74,000 원
KOSPI	2,656.33pt
52주 최고가	83,500 원
52주 최저가	63,400 원
60일 평균 거래대금	23 십억원

## 주가 및 상대수익률



## 1Q24 Review: 유가 및 마진 상승 효과

S-Oil의 1Q24 매출액은 9.3 조원(+2.5% YoY, -5.3% QoQ), 영업이익 4,541 억 원(-11.9% YoY, 흑전 QoQ)으로 컨센서스 영업이익 4,965 억원대비 소폭 하회했다. 정제마진 개선에 따른 정유 강세와 판가 하락에 따른 윤활 약세를 기록했다.

1) 정유부문: 영업이익 2,504 억원(흑전 QoQ)을 기록했다. 1Q24 타이트한 수급을 바탕으로 한 다운스트림 가격 강세에 따라 정제마진 개선되며 흑자전환 기록했다. 1Q24 유가 +\$6.7/bbl QoQ 상승에도 불구하고 OSP 하락 등으로 인해 실제 재고효과는 175 억원으로 크지 않았다.

2) 석유화학부문: 영업이익 480 억원(+41.6% QoQ)을 기록했다. PX, BZ, PP 등 주요 제품 Spread는 모두 전분기대비 개선됐다. 특히, 1Q24 BZ 가격은 +12.1% QoQ를 기록하는 등 Aromatic 제품 강세 시황이 지속되며 실적개선을 기록했다.

3) 윤활부문: 영업이익 1,557 억원(-29.5% QoQ)을 기록했다. 비수기 영향 및 유가 상승에 따른 Lagging 효과 반영되며 감익했다. 1Q24 윤활기유 Spread -11.7% QoQ를 기록하며 부진한 시황이 지속된 영향이다.

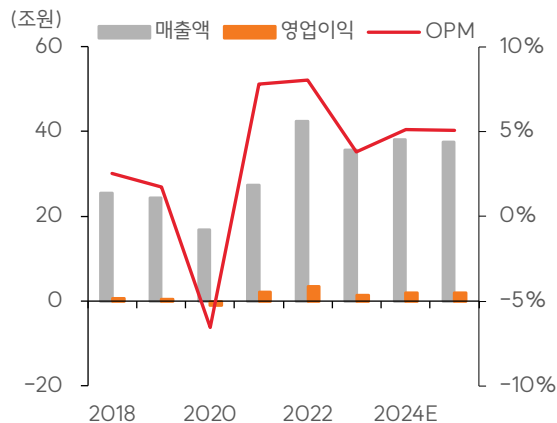
## 정제마진 하락은 단기적 영향

23 년과 달리 수요가 만들어낸 강세 시황은 장기화 가능할 것이라는 전망이다. 최근 중국 수출쿼터 발행 등 리스크 반영에 따라 정제마진 약세가 지속 중이지만, 단기적 요인으로 전망된다. EM 지역의 다운스트림 수요는 여전히 견조한 흐름을 지속하고 있고, 성수기 진입시 역사적 저점의 재고레벨은 강세 시황 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 중국 육상 여객수요는 3 월 +6.5% YoY를 기록했으며 1Q24 춘절 등 연휴 영향으로 +17.2% YoY를 기록했다. 또한, 중국 항공수요 역시 회복되는 상황에서 향후 이동수요는 견조할 것으로 전망된다. 인도 지역 역시 도시화율 확대(22 년 30% 수준)에 따라 수요 업사이드는 충분하다. 한편, 다운스트림 공급의 경우 24 년 90만b/d로 23 년 대비 절반 수준의 신증설이 예상되며, 공급부담은 완화될 전망이다. 성수기 진입 이후 정제마진 반등 시 모멘텀은 다시 부각될 것으로 예상되며, 투자 의견 '매수' 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

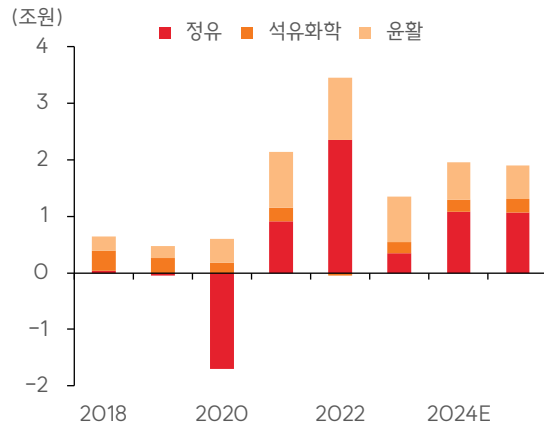
구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	16,830	27,464	42,446	35,727	38,133	37,582
영업이익	십억원	-1,099	2,141	3,405	1,355	1,950	1,899
순이익(지배주주)	십억원	-796	1,379	2,104	949	1,328	1,428
EPS	원	-6,827	11,822	18,047	8,137	11,393	12,245
PER	배	-10.1	7.2	4.6	8.6	6.5	6.0
PBR	배	1.4	1.4	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	-27.7	4.9	3.3	5.7	5.4	5.3
ROE	%	-13.1	21.8	27.2	10.8	13.9	13.3

## S-Oil 실적 추이 및 전망



자료: S-Oil, SK 증권

## S-Oil 부문별 이익 추이 및 전망



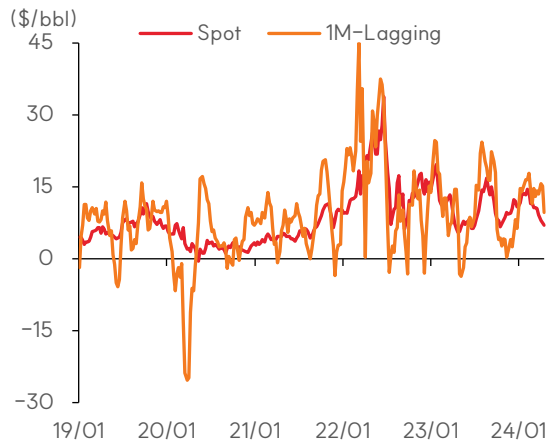
자료: S-Oil, SK 증권

## S-Oil 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액 (십억원)</b>	<b>9,077.6</b>	<b>7,819.6</b>	<b>8,999.6</b>	<b>9,829.9</b>	<b>9,308.5</b>	<b>9,493.5</b>	<b>9,713.5</b>	<b>9,617.2</b>	<b>35,726.7</b>	<b>38,132.7</b>	<b>37,582.2</b>
정유	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,444.8	7,549.7	7,773.6	7,672.5	28,257.2	30,440.6	29,945.2
석유화학	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,096.8	1,130.8	1,137.9	1,158.2	4,384.7	4,523.6	4,726.0
운할	762.5	810.5	676.1	836.3	766.9	813.0	802.0	786.5	3,085.4	3,168.4	2,911.0
YoY (%)	-2.3%	-31.7%	-19.1%	-7.2%	2.5%	21.4%	7.9%	-2.2%	-15.8%	6.7%	-1.4%
QoQ (%)	-14.3%	-13.9%	15.1%	9.2%	-5.3%	2.0%	2.3%	-1.0%	-	-	-
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>515.7</b>	<b>36.4</b>	<b>858.9</b>	<b>-56.4</b>	<b>454.1</b>	<b>468.7</b>	<b>532.6</b>	<b>495.0</b>	<b>1,354.6</b>	<b>1,950.3</b>	<b>1,899.3</b>
정유	290.6	-292.1	666.2	-311.3	250.4	244.2	306.7	278.2	353.4	1,079.4	1,072.8
석유화학	29.3	82.0	45.4	33.9	48.0	49.7	57.6	60.9	190.6	216.2	234.7
운할	195.8	246.5	147.2	221.0	155.7	174.9	168.3	155.8	810.5	654.7	591.7
YoY (%)	-61.3%	-97.9%	67.9%	적지	-11.9%	1,186.9%	-38.0%	흑전	-60.2%	44.0%	-2.6%
QoQ (%)	흑전	-92.9%	2,258.3%	적전	흑전	3.2%	13.6%	-7.1%	-	-	-
<b>OPM (%)</b>	<b>5.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>9.5%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.1%</b>	<b>3.8%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.1%</b>
정유	4.0%	-4.9%	9.3%	-4.0%	3.4%	3.2%	3.9%	3.6%	1.3%	3.5%	3.6%
석유화학	2.8%	8.1%	4.0%	2.8%	4.4%	4.4%	5.1%	5.3%	4.3%	4.8%	5.0%
운할	25.7%	30.4%	21.8%	26.4%	20.3%	21.5%	21.0%	19.8%	26.3%	20.7%	20.3%
<b>순이익 (십억원)</b>	<b>265.3</b>	<b>-22.4</b>	<b>545.4</b>	<b>160.5</b>	<b>166.2</b>	<b>283.6</b>	<b>384.6</b>	<b>494.1</b>	<b>948.9</b>	<b>1,328.4</b>	<b>1,427.8</b>
지배주주	265.3	-22.4	545.4	160.5	166.2	283.6	384.6	494.1	948.9	1,328.4	1,427.8
순이익률 (%)	2.9%	-0.3%	6.1%	1.6%	1.8%	3.0%	4.0%	5.1%	2.7%	3.5%	3.8%

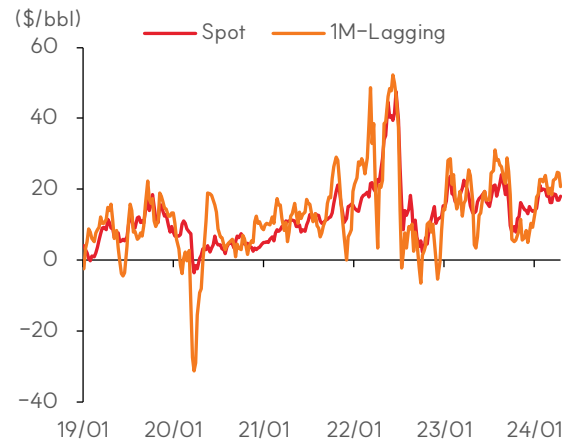
자료: S-Oil, SK 증권

## 복합정제마진 추이



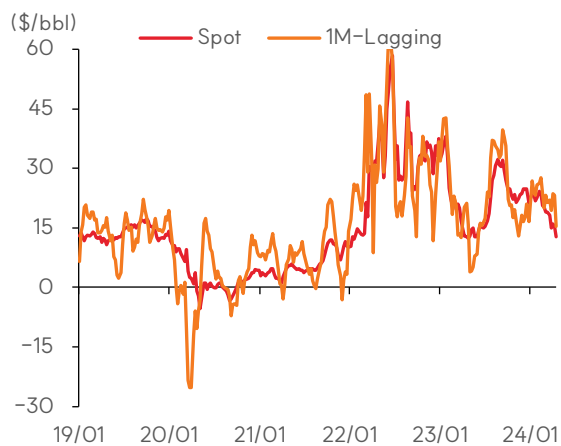
자료: Petronet, SK 증권

## 휘발유 정제마진 추이



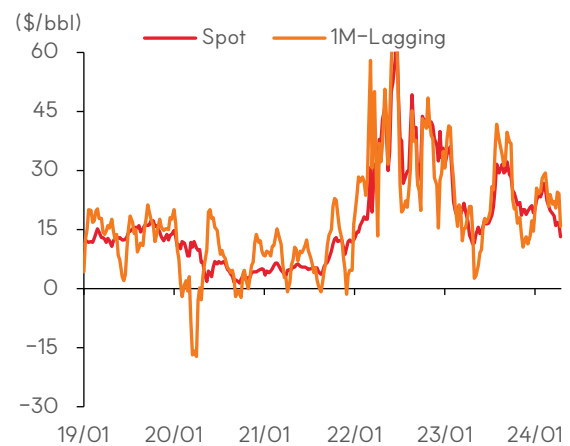
자료: Petronet, SK 증권

## 등유 정제마진 추이



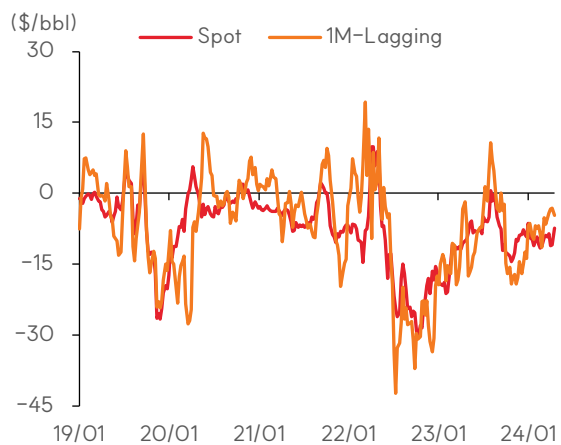
자료: Petronet, SK 증권

## 경유 정제마진 추이



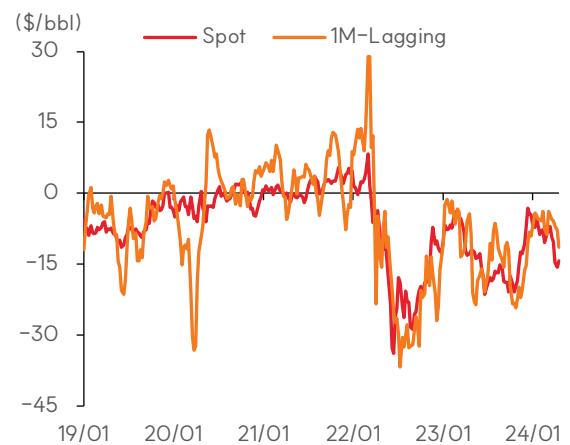
자료: Petronet, SK 증권

## B/C 정제마진 추이



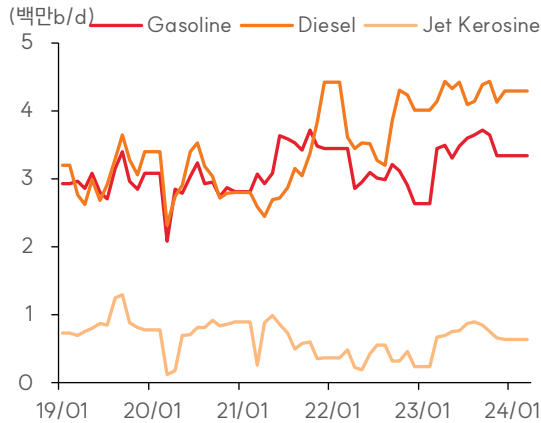
자료: Petronet, SK 증권

## 납사 정제마진 추이



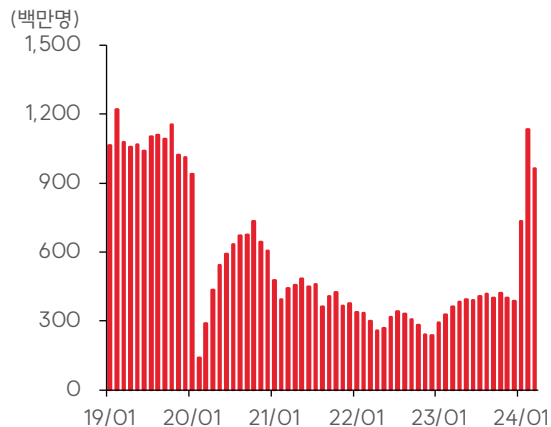
자료: Petronet, SK 증권

### 중국 다운스트림 소비량 추이



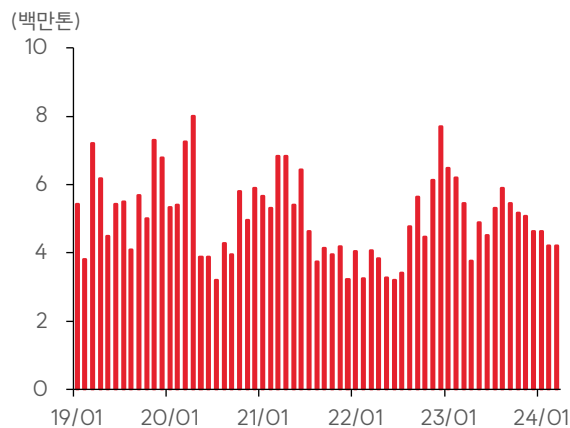
자료: 국가통계국, SK 증권

### 중국 육상 여객수 추이



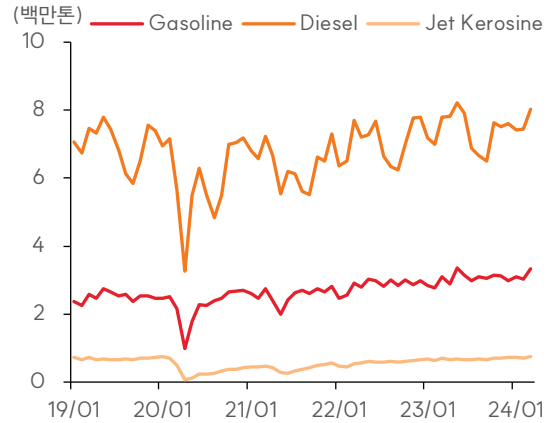
자료: 국가통계국, SK 증권

### 중국 다운스트림 수출 추이



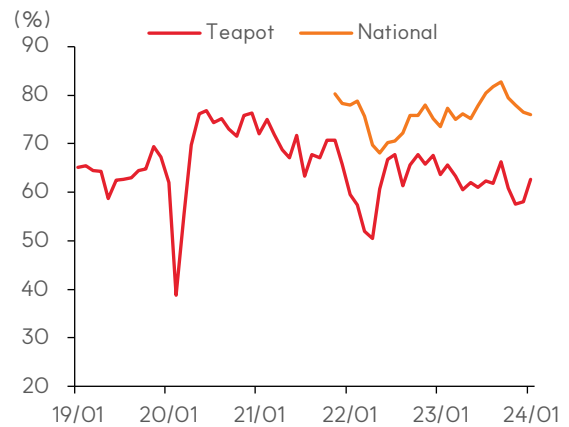
자료: 국가통계국, SK 증권

### 인도 다운스트림 소비량 추이



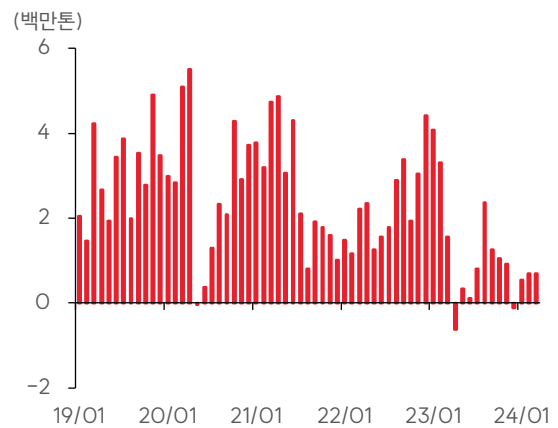
자료: 국가통계국, SK 증권

### 중국 정제설비 가동률 추이



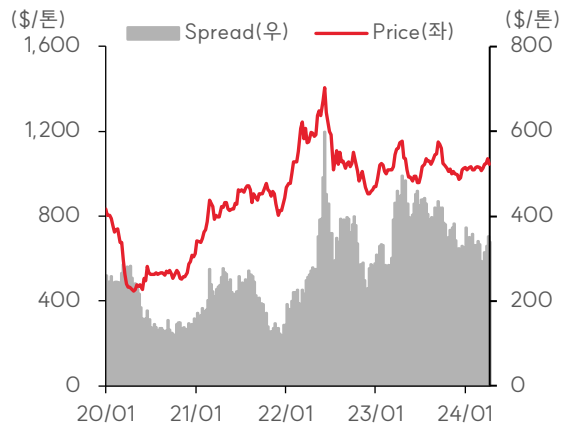
자료: 국가통계국, SK 증권

### 중국 다운스트림 순수출 추이



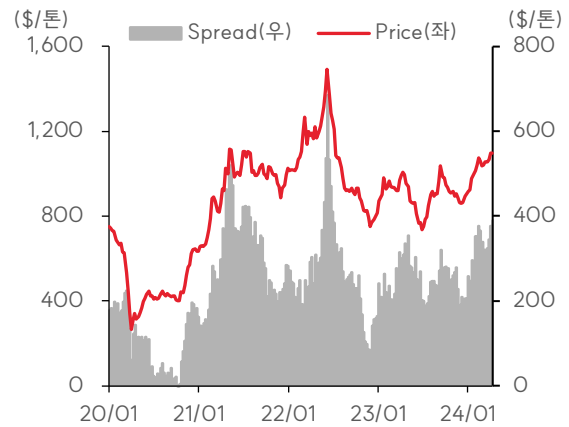
자료: 국가통계국, SK 증권

### PX 가격 및 스프레드 추이



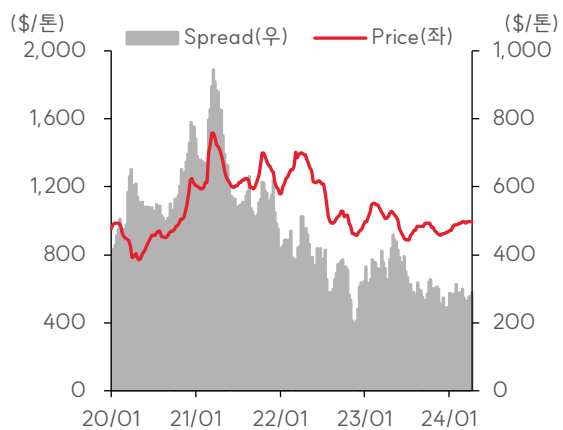
자료: Cischem, SK 증권

### Benzene 가격 및 스프레드 추이



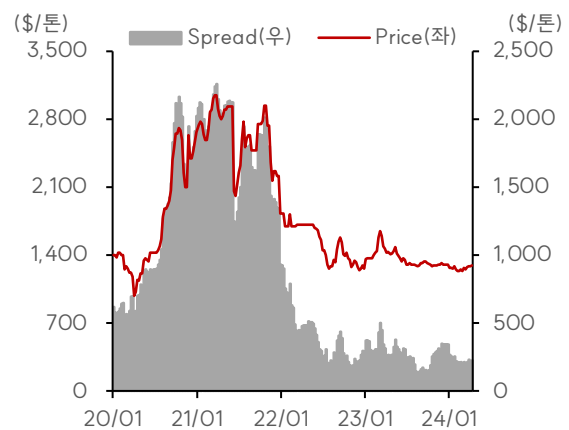
자료: Cischem, SK 증권

### PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, SK 증권

### PO 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	8,377	9,206	9,648	9,853	9,553
현금및현금성자산	1,946	1,310	1,963	1,687	1,620
매출채권 및 기타채권	2,841	2,964	2,990	2,925	2,841
재고자산	3,545	4,733	4,639	4,539	4,409
<b>비유동자산</b>	10,316	10,407	11,928	13,281	14,538
장기금융자산	140	275	251	248	243
유형자산	9,565	9,588	11,152	12,360	13,624
무형자산	108	106	116	108	101
<b>자산총계</b>	18,693	19,613	21,576	23,134	24,092
<b>유동부채</b>	8,505	8,213	9,255	9,602	9,356
단기금융부채	2,893	2,609	2,847	3,168	3,037
매입채무 및 기타채무	3,567	3,936	5,228	5,943	5,772
단기충당부채	3	3	24	24	23
<b>비유동부채</b>	3,200	2,917	3,284	3,399	3,442
장기금융부채	2,951	2,611	2,991	3,112	3,162
장기매입채무 및 기타채무	41	42	43	42	42
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	11,705	11,130	12,539	13,001	12,799
<b>지배주주지분</b>	6,988	8,483	9,038	10,133	11,293
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	5,334	6,829	7,380	8,475	9,635
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	6,988	8,483	9,038	10,133	11,293
<b>부채와자본총계</b>	18,693	19,613	21,576	23,134	24,092

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,477	1,651	2,526	1,834	2,064
당기순이익(손실)	1,379	2,104	949	1,328	1,428
비현금성항목등	1,248	2,000	995	1,512	1,552
유형자산감가상각비	644	644	711	574	673
무형자산상각비	8	6	8	8	7
기타	596	1,350	276	930	872
운전자본감소(증가)	-967	-2,132	1,473	24	31
매출채권및기타채권의감소(증가)	-772	-386	-27	65	84
재고자산의감소(증가)	-1,391	-1,338	209	100	130
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,066	221	882	-131	-170
기타	-269	-538	-1,587	-1,279	-1,097
법인세납부	-86	-217	-695	-249	-151
<b>투자활동현금흐름</b>	197	-773	-2,066	-1,881	-1,886
금융자산의감소(증가)	-3	-2	0	1	1
유형자산의감소(증가)	-97	-569	-2,165	-1,782	-1,936
무형자산의감소(증가)	-12	-1	-2	0	0
기타	309	-202	102	-100	49
<b>재무활동현금흐름</b>	-466	-1,514	193	209	-349
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	321	-131
장기금융부채의증가(감소)	-281	-819	649	121	50
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-117	-617	-373	-233	-268
기타	-68	-78	-83	0	-0
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,208	-635	653	-277	-66
기초현금	737	1,946	1,310	1,963	1,687
기말현금	1,946	1,310	1,963	1,687	1,620
FCF	1,380	1,083	360	52	128

자료 : S-Oil, SK증권 추정

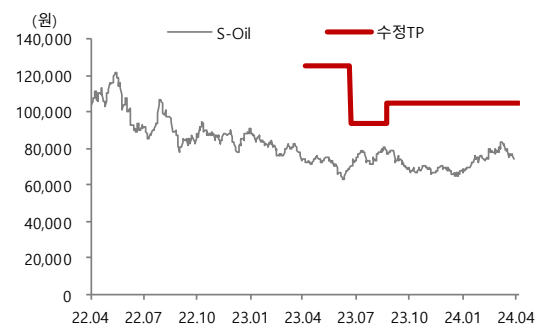
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	27,464	42,446	35,727	38,133	37,582
<b>매출원가</b>	24,695	38,291	33,621	35,415	34,935
<b>매출총이익</b>	2,769	4,155	2,106	2,718	2,647
매출총이익률(%)	10.1	9.8	5.9	7.1	7.0
<b>판매비와 관리비</b>	628	749	751	767	748
<b>영업이익</b>	2,141	3,405	1,355	1,950	1,899
영업이익률(%)	7.8	8.0	3.8	5.1	5.1
<b>비영업손익</b>	-263	-507	-223	-373	-321
순금융손익	-101	-120	-181	-781	-795
외환관련손익	-321	-339	-60	-67	-65
관계기업등 투자손익	2	-0	2	1	1
<b>세전계속사업이익</b>	1,878	2,899	1,132	1,578	1,579
세전계속사업이익률(%)	6.8	6.8	3.2	4.1	4.2
<b>계속사업법인세</b>	499	794	183	249	151
<b>계속사업이익</b>	1,379	2,104	949	1,328	1,428
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,379	2,104	949	1,328	1,428
순이익률(%)	5.0	5.0	2.7	3.5	3.8
<b>지배주주</b>	1,379	2,104	949	1,328	1,428
지배주주귀속 순이익률(%)	5.0	5.0	2.7	3.5	3.8
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,422	2,113	927	1,328	1,428
지배주주	1,422	2,113	927	1,328	1,428
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	2,793	4,055	2,074	2,532	2,578

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	63.2	54.6	-15.8	6.7	-1.4
영업이익	흑전	59.0	-60.2	44.0	-2.6
세전계속사업이익	흑전	54.3	-61.0	39.4	0.1
EBITDA	흑전	45.2	-48.9	22.1	1.8
EPS	흑전	52.7	-54.9	40.0	7.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	8.0	11.0	4.6	5.9	6.0
ROE	21.8	27.2	10.8	13.9	13.3
EBITDA마진	10.2	9.6	5.8	6.6	6.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	98.5	112.1	104.2	102.6	102.1
부채비율	167.5	131.2	138.7	128.3	113.3
순차입금/자기자본	55.4	43.9	42.5	45.0	40.2
EBITDA/이자비용(배)	25.4	26.8	8.8	2.6	2.6
배당성향	32.1	30.4	20.9	20.2	18.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	11,822	18,047	8,137	11,393	12,245
BPS	59,945	72,770	77,522	86,917	96,865
CFPS	17,412	23,620	14,305	16,381	18,070
주당 현금배당금	3,800	5,500	1,700	2,300	2,300
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	7.2	4.6	8.6	6.5	6.0
PBR	1.4	1.1	0.9	0.9	0.8
PCR	4.9	3.5	4.9	4.5	4.1
EV/EBITDA	4.9	3.3	5.7	5.4	5.3
배당수익률	4.4	6.6	2.4	2.9	2.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.09.21	매수	105,000원	6개월		
2023.07.20	매수	94,000원	6개월	-19.46%	-14.15%
2023.05.03	매수	125,000원	6개월	-43.16%	-39.52%
2022.10.28	매수	115,000원	6개월	-27.09%	-17.48%
2022.07.06	매수	140,000원	6개월	-35.36%	-23.93%
2022.04.29	매수	130,000원	6개월	-15.43%	-6.54%



### Compliance Notice

작성자(김도현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 04월 29일 기준)

매수	95.98%	중립	4.02%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------