

S-Oil

(010950)

다시 찾아온 매수 기회

투자의견

BUY(유지)

목표주가

83,000 원(유지)

현재주가

66,400 원(7/26)

시가총액

7,475(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgs2009@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 83,000원 유지. 정제마진은 바닥을 확인하고 상승할 전망. 다시 찾아온 매수 기회
- 2Q24 매출액 9.6조원(+3%qoq, +22%yoy), 영업이익 1,606억원(-65%qoq, +341%yoy), 당기순손실 213억원(적전qoq, 적지yoy). 1분기말부터 진행된 정제마진 악화가 반영된 실적이며, 환율 변동으로 금융비용 증가하며 순이익 적자 전환. IEA, EIA, OPEC은 하반기 석유 제품 수요가 상반기 대비 증가할 것이라 전망하고 있으며, 러시아 정제설비 40만b/d는 여전히 쪼दा운 중인 것으로 파악. 아로마틱 시장의 회복이 진행되고 있으며, 하반기 가솔린 블렌딩용 수요 증가로 업황 개선 전망. 윤활유 사업도 여전히 높은 마진을 유지 중이고, 액침냉각 등 신규 사업에 대한 코멘트도 발표될 것이라 판단
- 3Q24 매출액 9.6조원(+0%qoq, +7%yoy), 영업이익 3,172억원(+97%qoq, -63%yoy) 전망. 정유 흑자 전환, 석유화학 시장 회복, 건조한 윤활유 업황 유지 전망. 밴드 하단의 주가를 고려한 Bottom fishing 전략을 추천

주가(원,7/26)	66,400
시가총액(십억원)	7,475

발행주식수	112,583천주
52주 최고가	84,500원
최저가	64,700원
52주 일간 Beta	0.43
60일 일평균거래대금	159억원
외국인 지분율	77.4%
배당수익률(2024F)	3.8%

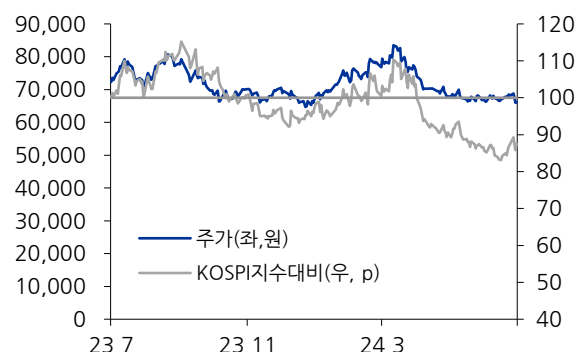
주주구성	
Aramco (외 7인)	63.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	1.7	-12.6	-13.5
절대기준	-0.4	-2.4	-8.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	83,000	83,000	-
영업이익(24)	1,409	1,871	▼
영업이익(25)	2,080	2,186	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	35,727	38,143	37,669	38,121
영업이익	1,355	1,409	2,080	2,083
세전손익	1,132	1,053	1,675	1,686
당기순이익	949	856	1,288	1,292
EPS(원)	8,428	7,603	11,444	11,479
증감률(%)	-54.9	-9.8	50.5	0.3
PER(배)	8.3	8.7	5.8	5.8
ROE(%)	10.8	9.2	12.7	11.6
PBR(배)	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	5.7	5.8	4.6	4.3

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 허리케인, 폭염 등 영향

- 美 NOAA, 여름철 허리케인 발생빈도 평년 대비 매우 높을 것이라 전망
- 걸프만 지역 가동 차질 가능성 배제 어려울 듯
- 작년 150 만 b/d 규모의 공급차질 발생한 것으로 파악. 올해도 작년과 비슷한 수준의 폭염이 예상되어 가동차질 가능성 有
- 유럽 노후 정제설비는 대부분 폭염보다는 강추위 대응에 초점 (혹서기에 더 취약)

Q. 신규 정제설비 가동 현황 및 영향

- 나이지리아 Dangote
 - 40~50%의 가동률 추정
 - 경유와 항공유는 내수시장에 공급하며 납사 및 연료유 위주로 수출
 - 하반기 중 RFCC 및 Reformer 단계적 가동 통해 휘발유 생산 증가할 것으로 보이나 시장에 영향을 미칠 만큼의 생산은 RFCC 가동 이후인 '24년 말~'25년 초로 전망
- 멕시코 Olmeca
 - 일부 설비 공사작업 진행(마무리) 중인 것으로 파악
 - CDU 가동에 차질을 겪는 것으로 추정
 - 연내 정상적 상업 가동 어려울 전망
 - 1H25 이후 정상 가동 가능할 것
- 쿠웨이트 Al Zour
 - 올해 초 최대 가동률 도달한 것으로 추정

Q. 중국 석유제품 수출량 및 쿼터 전망

- 5월 초 2차 경질유 수출쿼터는 1,400 만톤
- 2차 수출쿼터 발행 이후 5월 경질유 수출 소폭 증가했으며, 6월도 비슷한 규모로 수출했을 것이라 파악 중
- 다만 1Q와 비교 시 2Q 평균 수출물량이 낮아진 상황 + 내수경기 부진 + 정제마진 하락 → 중국 정유사 가동률 하락
- 3Q 중 추가적인 수출물량 증가는 제한적일 전망

Q. 트럼프 재집권 영향

- 공화당 집권 가정 시 자동차 연비규제 완화 등 정유제품 수요에 우호적인 정책변화를 예상
- 향후 의회 구성 등 변수가 상존하는 만큼 면밀히 지켜볼 계획

Q. 사힌프로젝트 CAPEX 증액 가능성

- 사힌프로젝트 EPC 계약은 확정계약금액 내에서 건설사가 일체의 책임을 부담하는 Lump sum turnkey (일괄도급계약)
- 프로젝트 금액 증가 리스크 低
- EPC 차질 없이 진행 중이며, 투자금 증액 우려 X

Q. 석유화학 가동률 낮았던 원인

- PX 가동률 하락은 MX와의 경제성 비교 통해 중간원료 판매물량을 확대한 영향
- PP/PO는 특별한 이슈 없으나 클리닝 작업 등으로 운영상 변동 있을 수 있음

Q. 글로벌 윤활기유 CAPA 전망

- 전체 수요는 연간 28 만 b/d 순성장 예상하나 공급 증가 X. 오히려 소폭의 구조조정으로 인한 공급감소 집계 중
- 2025년 수요 +30 만 b/d, 공급 +32 만 b/d 전망
- 2026년 수요 +33 만 b/d, 공급 +24 만 b/d 전망
- 윤활제품의 경우 시장에 진입하여 수급에 영향을 미치는 시점이 불확실한 바, 향후 업데이트하겠습니다

Q. 탄소배출

- 당사는 정부 탄소중립정책에 적극 동참해 탈탄소 로드맵 추진 중
- 중기 목표: 2030년 BAU 대비 탄소배출 35% 저감
- 단~중기: 기존 공장 에너지효율 개선, 저탄소시스템 도입, 공정 CO2 포집 후 판매 등 자체적으로 경제성 확보가 가능한 아이템부터 우선 실행
- 중~장기: 가스터빈열병합발전, 수소 등 친환경연료 대체, CCUS 등 다양한 방안 검토 중이며, 비용은 추후 기술 발전 여하에 따라 달라질 것
- SAF 사업기회가 열리며 전용 설비 건설 방안도 검토 중

Q. (드론 피격) 러시아 정제설비 현황/영향

- 연초부터 우크라이나 드론의 공격으로 지속적인 러시아 정유소 가동차질 발생
- 가장 크게 영향을 받은 달은 4월 (70만 b/d ↑)
- 6월 기준 40만 b/d 수준의 정제설비가 차질을 겪는 중
- 유럽 경유 수요 부진으로 공급차질 영향 크게 가시화되지는 않음

Q. 액침냉각

- 개별 데이터센터의 요구사항 충족시킬 수 있도록 신제품 라인업 구비
- 서버 구동 효율, 에너지절감 성능 등 검증 중
- 수조와 관련해서도 복수의 제조업체와 기밀유지계약 체결 및 테스트 중
- 하반기 중 진행 경과 업데이트 가능할 것으로 기대

Q. (국내 CHPS 시장) 아람코와의 시너지

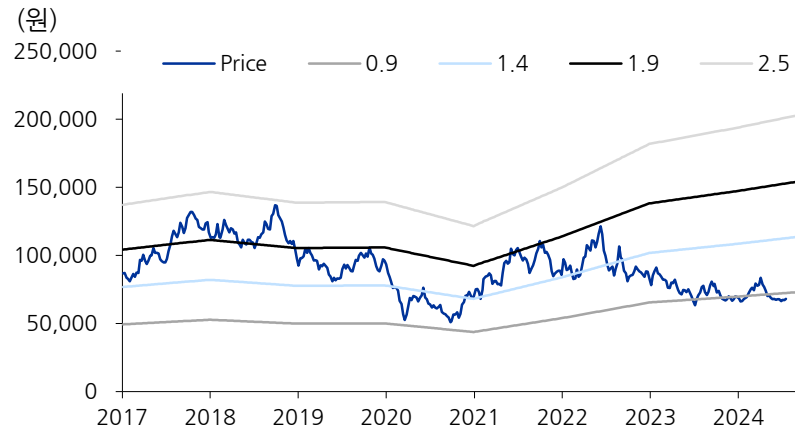
- 사우디 아람코와 협력 통해 국내에서 장기적인 수소사업을 전개하고자 LOI를 체결 ('23.10)
- 구체적인 제도 변화에 대한 대응은 검토 후 공유하겠음

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	38,947	37,594	38,143	37,669	(2.1)	0.2
영업이익	1,871	2,186	1,409	2,080	(24.7)	(4.8)
영업이익률(%)	4.8	5.8	3.7	5.5	(1.1)	(0.3)
EBITDA	2,860	3,327	2,397	3,221	(16.2)	(3.2)
EBITDA 이익률(%)	7.3	8.8	6.3	8.6	(1.1)	(0.3)
순이익	1,358	1,365	856	1,288	(36.9)	(5.6)

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 3. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
매출액	9,078	7,820	9,000	9,830	9,308	9,571	9,588	9,676	35,727	38,143	37,669
정유	7,277	6,000	7,199	7,782	7,445	7,451	7,402	7,434	28,257	29,732	28,882
석유화학	1,039	1,009	1,125	1,212	1,097	1,309	1,341	1,401	4,385	5,147	5,199
운할유	763	811	676	836	767	811	845	841	3,085	3,264	3,589
영업이익	516	36	859	8	454	161	317	477	1,418	1,409	2,080
정유	291	(292)	666	(266)	250	(95)	69	214	399	438	702
석유화학	29	82	45	47	48	110	108	118	204	384	487
운할유	196	247	147	226	156	146	140	146	816	588	892
OPM(%)	5.7	0.5	9.5	0.1	4.9	1.7	3.3	4.9	4.0	3.7	5.5
정유	4.0	(4.9)	9.3	(3.4)	3.4	(1.3)	0.9	2.9	1.4	1.5	2.4
석유화학	2.8	8.1	4.0	3.9	4.4	8.4	8.1	8.4	4.6	7.5	9.4
운할유	25.7	30.4	21.8	27.0	20.3	18.0	16.6	17.3	26.4	18.0	24.9
세전이익	355	(34)	737	74	227	(41)	377	490	1,132	1,053	1,675
순이익	265	(22)	545	161	166	(21)	283	428	949	856	1,288

자료: S-OIL, 유진투자증권

S-Oil(010950.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	19,613	21,576	23,458	25,282	25,486
유동자산	9,206	9,648	9,334	9,095	9,285
현금성자산	1,494	1,999	1,133	995	1,089
매출채권	2,964	2,990	3,178	3,139	3,177
재고자산	4,733	4,639	5,003	4,941	5,000
비유동자산	10,407	11,928	14,124	16,188	16,201
투자자산	713	661	705	697	705
유형자산	9,588	11,152	13,308	15,386	15,395
기타	106	116	110	105	101
부채총계	11,130	12,539	13,801	14,629	13,845
유동부채	8,213	9,255	8,960	8,888	8,956
매입채무	4,752	6,074	5,779	5,707	5,776
유동성이자부채	2,609	2,847	2,847	2,847	2,847
기타	852	333	333	333	333
비유동부채	2,917	3,284	4,842	5,741	4,889
비유동이자부채	2,611	2,991	4,546	5,443	4,588
기타	306	293	296	298	301
자본총계	8,483	9,038	9,657	10,653	11,641
자본지분	8,483	9,038	9,657	10,653	11,641
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,380	8,038	9,034	10,022
기타	32	35	(4)	(4)	(4)
비자본지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,483	9,038	9,657	10,653	11,641
총차입금	5,220	5,838	7,393	8,290	7,435
순차입금	3,726	3,839	6,260	7,295	6,346

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	1,651	2,526	2,480	3,366	1,546
당기순이익	2,104	949	856	1,288	1,292
자산상각비	650	719	988	1,141	1,141
기타비현금성손익	715	(130)	1,484	906	(859)
운전자본증감	(2,132)	1,473	(847)	30	(28)
매출채권감소(증가)	(386)	(27)	(189)	40	(38)
재고자산감소(증가)	(1,338)	209	(364)	62	(59)
매입채무증가(감소)	221	882	(295)	(72)	68
기타	(630)	409	0	0	0
투자현금	(773)	(2,066)	(3,148)	(3,212)	(1,148)
단기투자자산감소	(2)	(0)	0	0	0
장기투자증권감소	0	(3)	(9)	2	(2)
설비투자	(599)	(2,186)	(3,136)	(3,211)	(1,144)
유형자산처분	30	20	0	0	0
무형자산처분	(1)	(2)	(3)	(3)	(3)
재무현금	(1,514)	193	(198)	(292)	(304)
차입금증가	(819)	649	0	0	0
자본증가	(617)	(373)	(198)	(292)	(304)
배당금지급	(617)	(373)	198	292	304
현금 증감	(635)	653	(866)	(138)	94
기초현금	1,946	1,310	1,963	1,097	959
기말현금	1,310	1,963	1,097	959	1,053
Gross Cash flow	4,104	1,944	3,328	3,336	1,575
Gross Investment	2,904	593	3,996	3,182	1,177
Free Cash Flow	1,201	1,351	(668)	154	398

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	38,143	37,669	38,121
증가율(%)	54.6	(15.8)	6.8	(1.2)	1.2
매출원가	38,291	33,621	35,900	34,671	35,109
매출총이익	4,155	2,106	2,243	2,998	3,012
판매 및 일반관리비	749	751	834	917	928
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	3,405	1,355	1,409	2,080	2,083
증가율(%)	59.0	(60.2)	4.0	47.6	0.1
EBITDA	4,055	2,074	2,397	3,221	3,224
증가율(%)	45.2	(48.9)	15.6	34.4	0.1
영업외손익	(506)	(223)	(356)	(405)	(398)
이자수익	33	60	35	33	31
이자비용	151	237	332	371	364
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(388)	(46)	(59)	(67)	(65)
세전순이익	2,899	1,132	1,053	1,675	1,686
증가율(%)	54.3	(61.0)	(6.9)	59.0	0.6
법인세비용	794	183	198	387	393
당기순이익	2,104	949	856	1,288	1,292
증가율(%)	52.7	(54.9)	(9.8)	50.5	0.3
지배주주지분	2,104	949	856	1,288	1,292
증가율(%)	52.7	(54.9)	(9.8)	50.5	0.3
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	18,692	8,428	7,603	11,444	11,479
증가율(%)	52.7	(54.9)	(9.8)	50.5	0.3
수정EPS(원)	18,692	8,428	7,511	11,340	11,383
증가율(%)	52.7	(54.9)	(10.9)	51.0	0.4

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	18,692	8,428	7,603	11,444	11,479
BPS	72,754	77,506	82,817	91,364	99,836
DPS	5,500	1,700	2,500	2,600	2,700
밸류에이션(배, %)					
PER	4.5	8.3	8.7	5.8	5.8
PBR	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.3	5.7	5.8	4.6	4.3
배당수익률	6.6	2.4	3.8	3.9	4.1
PCR	2.4	4.2	2.3	2.3	4.9
수익성(%)					
영업이익률	8.0	3.8	3.7	5.5	5.5
EBITDA이익률	9.6	5.8	6.3	8.6	8.5
순이익률	5.0	2.7	2.2	3.4	3.4
ROE	27.2	10.8	9.2	12.7	11.6
ROIC	21.6	9.1	8.0	9.5	9.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	43.9	42.5	64.8	68.5	54.5
유동비율	112.1	104.2	104.2	102.3	103.7
이자보상배율	22.5	5.7	4.2	5.6	5.7
활동성 (회)					
총자산회전율	2.2	1.7	1.7	1.5	1.5
매출채권회전율	14.6	12.0	12.4	11.9	12.1
재고자산회전율	10.3	7.6	7.9	7.6	7.7
매입채무회전율	8.5	6.6	6.4	6.6	6.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.06.30 기준)

