

# S-Oil (010950)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

90,000

유지

현재주가

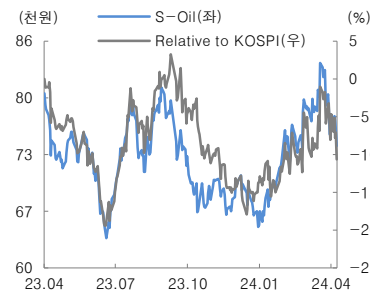
74,000

(24.04.26)

정유업중

KOSPI	2656.33
시가총액	8,527십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	83,500원 / 63,400원
120일 평균거래대금	189억원
외국인지분율	79.02%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 6인 63.43%
	국민연금공단 7.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.8	8.8	7.7	-2.4
상대수익률	-3.3	1.5	-6.8	-8.7



## 시장 기대치 부합

- 정제마진 상승(QoQ +4달러)에 따른 정유부문 실적 큰 폭으로 개선
- 3월 이후 중국발 수출량 급증(MoM +58%)하며 2Q 단기조정 불가피
- 단, 낮은 수준의 석유제품 재고 유지되며 하반기 마진 반등 전망

### 투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지

목표주가는 24년 예상 BPS 82,906원에 Target PBR 1.1배 적용. 멀티플은 24E ROE 8.8%를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 적용

### 1Q24 Review: 영업이익 4,541억원 시장기대치 부합

동사의 정유부문 영업이익 2,504억원(QoQ +5,617억원) 기록. 유가 변동에 따른 재고평가이익은 +206억원으로 영향이 미미했으나, 휘발유 마진 상승에 따른 정제마진 개선(1Q24 추정 정제마진 5.6달러/배럴로 QoQ +4달러 개선)

화학부문 영업이익 480억원으로 QoQ +42% 증가. 주요 제품 P-X 스프레드는 소폭 하락(1Q24 322.3달러/톤, QoQ -2.2%) 했으나 벤젠 스프레드 대폭 개선(303.2달러/톤, QoQ +36.1%)되며 실적 개선에 기여. 반면 윤활 부문 OP 1,557억원으로 QoQ -29.5% 기록. 윤활기유 판가하락(그룹3 평균 1,125달러/톤, QoQ -11.6%) 및 원료가 상승에 따른 마진 하락에 기인

### 2Q24 Preview: 중국 수출 물량 증가로 정제마진 단기 조정

2Q24 예상 영업이익은 3,977억원으로 QoQ -12.4% 전망. 정유부문 예상 OP 2,138억원으로 QoQ -14.6%. 24년 3월 이후 중국 석유제품 수출량 급격히 증가(455만톤, MoM +58%, YoY +37%)하며 정제마진 단기 조정 불가피,

단, 글로벌 석유제품 재고량은 여전히 낮기(24년 3월 middle distillate 재고량 5개년 평균치 대비 -5.3%) 때문에 하반기 공급 차질 이슈 발생 시 정제마진은 높은 변동성을 보일 것으로 전망. 최근 드론 공격에 따른 러시아 정유설비 생산 차질(6.4백만 B/D, 17%)로 하반기 20~25만B/D의 디젤 수출 감소가 예상됨에 따라 하반기 디젤 마진 반등 가능성은 높은 것으로 판단.

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23			1Q24			2Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	9,078	9,830	9,702	9,309	2.5	-5.3	9,609	9,402	20.2	1.0
OP	516	-56	477	454	-11.9	흑전	497	0	-1	-100
순이익	265	161	286	228	-14.0	42.2	327	187	흑전	-18.1

자료: S-Oil, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	37,416	31,517	32,147
영업이익	3,405	1,355	1,696	1,862	1,907
세전순이익	2,899	1,132	1,127	1,405	1,676
총당기순이익	2,104	949	825	1,028	1,226
BPS	72,754	77,506	82,908	90,053	98,905
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
ROE	27.2	10.8	8.8	10.2	11.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	37,348	36,151	37,416	31,517	0.2	-12.8
판매비와 관리비	774	797	774	781	0.0	-2.1
영업이익	1,613	1,458	1,696	1,862	5.1	27.7
영업이익률	4.3	4.0	4.5	5.9	0.2	1.9
영업외손익	-363	-337	-568	-457	적자유지	적자유지
세전순이익	1,250	1,121	1,127	1,405	-9.8	25.4
지배지분순이익	925	829	825	1,028	-10.9	23.9
순이익률	2.5	2.3	2.2	3.3	-0.3	1.0
EPS(지배지분순이익)	7,934	7,113	7,072	8,813	-10.9	23.9

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

표 1. S-Oil 분기별 이익 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	9,308.5	9,402.4	9,519.1	9,186.2	8,093.9	7,862.3	7,836.5	7,724.3	35,726.7	37,416.2	31,517.0
정유	7,444.8	7,286.9	7,400.0	7,114.3	6,096.0	5,855.4	5,858.5	5,859.8	28,257.2	29,246.1	23,669.8
석유화학	1,096.8	1,353.3	1,373.8	1,340.5	1,308.7	1,334.2	1,321.6	1,224.3	4,384.7	5,164.4	5,188.8
유탄기유	766.9	762.1	745.2	731.4	689.3	672.7	656.3	640.2	3,085.4	3,005.7	2,658.5
영업이익	454.1	412.1	435.3	407.2	462.5	443.9	480.9	471.9	1,354.6	1,708.7	1,859.1
영업이익률(%)	4.9%	4.4%	4.6%	4.4%	5.7%	5.6%	6.1%	6.1%	3.8%	4.6%	5.9%
정유	250.4	213.9	227.5	198.5	239.4	214.9	266.4	273.9	353.5	890.4	994.5
영업이익률(%)	3.4%	2.9%	3.1%	2.8%	3.9%	3.7%	4.5%	4.7%	1.3%	3.0%	4.2%
석유화학	48.0	60.6	64.1	62.9	66.4	72.2	70.2	58.2	190.6	235.6	267.1
영업이익률(%)	4.4%	4.5%	4.7%	4.7%	5.1%	5.4%	5.3%	4.8%	4.3%	4.6%	5.1%
유탄기유	155.7	137.7	143.6	145.8	156.7	156.8	144.2	139.8	810.5	582.7	597.5
영업이익률(%)	20.3%	18.1%	19.3%	19.9%	22.7%	23.3%	22.0%	21.8%	26.3%	19.4%	22.5%
세전이익	227.2	305.0	291.4	316.9	298.8	343.5	331.2	429.5	1,131.7	1,140.5	1,402.9
지배주주순이익	166.2	223.1	213.1	231.8	218.5	251.3	242.2	314.1	948.9	834.2	1,026.2
% YoY											
매출액	2.5	20.2	5.8	-6.5	-13.0	-16.4	-17.7	-15.9	-15.8	4.7	-15.8
정유	2.3	21.4	2.8	-8.6	-18.1	-19.6	-20.8	-17.6	-16.9	3.5	-19.1
석유화학	5.6	34.1	22.1	10.6	19.3	-1.4	-3.8	-8.7	-12.8	17.8	0.5
유탄기유	0.6	-6.0	10.2	-12.5	-10.1	-11.7	-11.9	-12.5	-9.7	-2.6	-11.6
영업이익	-11.9	1,031.7	-49.3	흑전	1.9	7.7	10.5	15.9	-60.2	26.1	8.8
정유	-13.8	흑전	-65.8	흑전	-4.4	0.4	17.1	38.0	-84.9	151.9	11.7
석유화학	63.8	-26.1	41.2	85.4	38.4	19.2	9.5	-7.4	흑전	23.6	13.4
유탄기유	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-27.0	-28.1	2.5
세전이익	-36.0	흑전	-60.5	330.3	31.5	12.6	13.6	35.5	-61.0	0.8	23.0
지배주주순이익	-37.4	흑전	-60.9	44.4	31.5	12.6	13.6	35.5	-54.9	-12.1	23.0
% QoQ											
매출액	-5.3	1.0	1.2	-3.5	-11.9	-2.9	-0.3	-1.4			
정유	-4.3	-2.1	1.6	-3.9	-14.3	-3.9	0.1	0.0			
석유화학	-9.5	23.4	1.5	-2.4	-2.4	1.9	-0.9	-7.4			
유탄기유	-8.3	-0.6	-2.2	-1.9	-5.8	-2.4	-2.4	-2.5			
영업이익	흑전	-9.2	5.6	-6.4	13.6	-4.0	8.3	-1.9			
정유	흑전	-14.6	6.4	-12.7	20.6	-10.2	24.0	2.8			
석유화학	41.5	26.2	5.8	-1.9	5.6	8.7	-2.8	-17.0			
유탄기유	-29.5	-11.6	4.3	1.5	7.5	0.1	-8.0	-3.1			
세전이익	208.6	34.2	-4.5	8.7	-5.7	15.0	-3.6	29.7			
지배주주순이익	3.5	34.2	-4.5	8.7	-5.7	15.0	-3.6	29.7			

자료: S-Oil, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	37,416	31,517	32,147
매출원가	38,291	33,621	34,946	28,874	29,452
매출총이익	4,155	2,106	2,470	2,642	2,695
판매비와관리비	749	751	774	781	788
영업이익	3,405	1,355	1,696	1,862	1,907
영업이익률	8.0	3.8	4.5	5.9	5.9
EBITDA	4,055	2,074	2,616	2,868	2,990
영업외손익	-507	-223	-568	-457	-230
관계기업손익	0	2	2	2	2
금융수익	432	299	280	299	259
외환관련이익	954	608	323	373	373
금융비용	-757	-500	-582	-530	-323
외환관련손실	605	263	300	323	323
기타	-182	-24	-268	-168	-168
법인세비용차감전순이익	2,899	1,132	1,127	1,405	1,676
법인세비용	-794	-183	-303	-377	-450
계속사업순이익	2,104	949	825	1,028	1,226
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,104	949	825	1,028	1,226
당기순이익률	5.0	2.7	2.2	3.3	3.8
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	2,104	949	825	1,028	1,226
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	2,113	927	802	1,006	1,204
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	2,113	927	802	1,006	1,204

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	18,047	8,137	7,072	8,813	10,516
PER	46	8.6	11.0	8.9	7.4
BPS	72,754	77,506	82,908	90,053	98,905
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
EBITDAPS	34,776	17,784	22,431	24,594	25,643
EV/EBITDA	3.3	5.7	5.4	4.7	4.4
SPS	364,016	306,391	320,878	270,287	275,692
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
CFPS	35,198	16,672	21,300	24,225	25,274
DPS	5,500	1,700	1,700	1,700	1,700

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	54.6	-15.8	4.7	-15.8	2.0
영업이익 증가율	59.0	-60.2	25.2	9.8	2.4
순이익 증가율	52.7	-54.9	-13.1	24.6	19.3
수익성					
ROC	20.2	8.5	8.2	8.3	8.2
ROA	17.8	6.6	7.5	8.0	8.0
ROE	27.2	10.8	8.8	10.2	11.1
안정성					
부채비율	131.2	138.7	142.9	121.7	111.4
순차입금비율	43.9	42.5	57.4	47.6	40.9
이자보상배율	22.5	5.7	6.0	7.0	0.0

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,206	9,648	9,357	8,381	8,777
현금및현금성자산	1,310	1,963	1,344	1,515	1,789
매출채권 및 기타채권	2,964	2,990	3,099	2,718	2,759
재고자산	4,733	4,639	4,859	4,092	4,174
기타유동자산	198	55	55	55	55
비유동자산	10,407	11,928	14,126	14,901	15,600
유형자산	9,588	11,152	13,354	14,134	14,835
관계기업투자금	36	41	46	51	55
기타비유동자산	783	735	726	717	709
자산총계	19,613	21,576	23,483	23,283	24,377
유동부채	8,213	9,255	9,431	8,763	8,825
매입채무 및 기타채무	4,752	6,074	6,263	5,604	5,674
차입금	1,939	2,142	2,142	2,142	2,142
유동상채무	590	640	640	640	640
기타유동부채	932	398	386	377	369
비유동부채	2,917	3,284	4,384	4,019	4,019
차입금	2,427	2,837	3,937	3,572	3,572
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	490	447	447	447	447
부채총계	11,130	12,539	13,816	12,782	12,844
자배지분	8,483	9,038	9,667	10,501	11,533
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,380	8,006	8,836	9,864
기타지분변동	32	35	38	42	46
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,483	9,038	9,667	10,501	11,533
순차입금	3,726	3,839	5,546	5,000	4,719

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651	2,526	2,214	3,119	2,854
당기순이익	2,104	949	825	1,028	1,226
비현금항목의 가감	2,000	995	1,659	1,797	1,721
감가상각비	650	719	920	1,006	1,083
외환손익	148	-35	238	226	226
지분법평가손익	0	-2	0	0	0
기타	1,202	313	501	565	411
자산부채의 증감	-2,132	1,473	270	898	357
기타현금흐름	-321	-891	-540	-604	-450
투자활동 현금흐름	-773	-2,066	-3,103	-1,767	-1,768
투자자산	-208	87	-2	-2	-2
유형자산	-569	-2,165	-3,116	-1,780	-1,780
기타	4	12	14	14	14
재무활동 현금흐름	-1,514	193	819	-646	-281
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	435	0
장기차입금	-819	649	1,100	-800	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-617	-373	-198	-198	-198
기타	-78	-83	-83	-83	-83
현금의 증감	-635	653	-619	171	273
기초 현금	1,946	1,310	1,963	1,344	1,515
기말 현금	1,310	1,963	1,344	1,515	1,789
NOPLAT	2,472	1,136	1,240	1,362	1,395
FCF	2,522	-333	-976	568	678

[Compliance Notice]

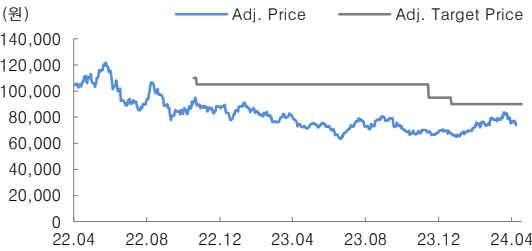
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:위정원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

S-Oil(010950) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.04.29	24.03.29	24.02.05	24.01.09	23.12.02	23.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	90,000	90,000	90,000	90,000	95,000	105,000
과리율(평균%)		(17.92)	(19.76)	(25.68)	(28.16)	(34.10)
과리율(최대/최소%)		(7.22)	(11.78)	(22.44)	(25.68)	(33.14)
제시일자	23.10.31	23.10.04	23.07.31	23.06.26	23.05.11	23.04.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
과리율(평균%)	(30.72)	(30.32)	(30.10)	(32.32)	(30.11)	(21.06)
과리율(최대/최소%)	(23.14)	(23.14)	(23.14)	(28.00)	(28.00)	(13.24)
제시일자	23.03.29	23.02.02	23.01.10	22.11.10	22.11.05	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	105,000	105,000	105,000	105,000	110,000	
과리율(평균%)	(20.50)	(19.66)	(17.96)	(18.04)	(14.91)	
과리율(최대/최소%)	(13.24)	(13.24)	(13.24)	(14.48)	(13.73)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240424)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.4%	7.6%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상