

S-Oil (010950/KS)

2H24 점진적 회복될 업황

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 105,000 원(유지)

현재주가: 67,400 원

상승여력: 55.8%

Analyst
김도현do.kim@sks.co.kr
3773-9994

Company Data

발행주식수	11,258 만주
시가총액	7,588 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company BV(외6)	63.43%
국민연금공단	7.30%

Stock Data

주가(24/07/05)	67,400 원
KOSPI	2,862.23 pt
52주 최고가	83,500 원
52주 최저가	63,400 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Preview: 마진 하락에 따른 정유 적자전환

S-Oil의 2Q24 영업이익은 1,252 억원(+243.7% YoY, -72.4% QoQ)으로 컨센서스를 대폭 하회하는 실적을 기록했을 것으로 추정된다. 정유부문 실적 부진에 따른 감익으로 2Q24 다운스트림 수요 부진에 따른 정제마진 약세 등 영향이다.

1) 정유부문: 영업적자 1,014 억원(적전 QoQ)을 기록했을 것으로 추정된다. 24년 6월 유가 상승과 환율효과 등에 따라 재고효과는 +236 억원이 발생했을 것으로 예상된다. 하지만, 2Q24 다운스트림 수요 부진 및 신규설비 가동률 상승에 따라 정제마진 약세전환 했으며, -\$4.7/bbl QoQ를 기록했을 것으로 추정된다.

2) 석유화학부문: 영업이익 720 억원(+49.9% QoQ)을 기록했을 것으로 추정된다. 2Q24 PX Spread는 +4.5% QoQ를 기록했으며, PP Spread 역시 강세를 나타냈다. Spread 회복에 따라 전분기 대비 큰 폭의 증익이 가능했을 것으로 예상된다.

3) 윤활부문: 영업이익 1,546 억원(-0.7% QoQ)을 기록하며 전분기대비 큰 변동은 없을 것으로 추정된다. 윤활기유 가격 및 스프레드 전분기대비 Flat한 상황이었으며, OPM 20%의 건조한 이익률이 지속됐을 것으로 추정된다.

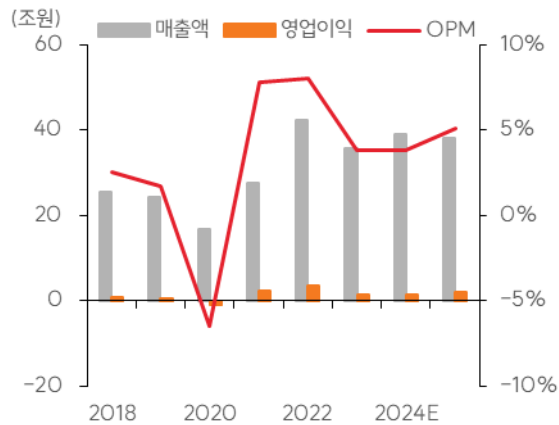
하반기 점진적 회복될 업황, 주가 레벨은 매력적

수요둔화와 신규 정제설비 가동률 상승에 따른 공급확대로 4~5월 정제마진 하락이 지속된 반면, 6월들어 회복세를 시현하고 있다. 미국 휘발유 수요는 6월 회복중이며, 재고 역시 연초 고점대비 완화됐다. 여름철 성수기에 따른 수요개선은 3Q24 지속될 것으로 예상되며, 실적 역시 2Q24 이후 점진적인 회복이 예상된다. 2Q24 PX Spread는 +4.5% QoQ를 기록하며 휘발유 수요가 약세에도 불구하고 강세를 지속했다. 24년 PX 증설은 전무한 한편, 전방 PTA 증설은 올해 8만톤이 예정되어 있으며, Polyester 가동률은 높은 레벨이 유지되며 PX Spread 강세는 지속될 것으로 예상된다. 또한, 2H24 예상보다 강할 중국 제조업 수요 바탕으로 석유화학 실적은 추가적인 성장이 예상된다. 점진적 회복이 예상되는 하반기대비 12MF PBR 0.8배의 Multiple은 업황 부진에 대한 우려가 과도하게 반영됐다는 판단이다. 투자 의견 '매수' 유지한다.

영업실적 및 투자지표

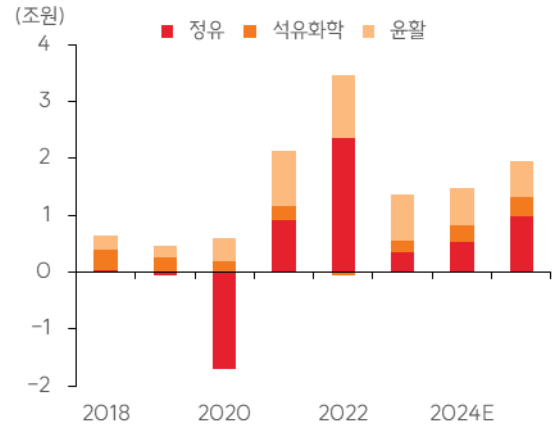
구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	16,830	27,464	42,446	35,727	38,863	38,181
영업이익	십억원	-1,099	2,141	3,405	1,355	1,478	1,950
순이익(지배주주)	십억원	-796	1,379	2,104	949	923	1,471
EPS	원	-6,827	11,822	18,047	8,137	7,918	12,616
PER	배	-10.1	7.2	4.6	8.6	8.5	5.3
PBR	배	1.4	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	-27.7	4.9	3.3	5.7	5.3	4.1
ROE	%	-13.1	21.8	27.2	10.8	9.8	14.2

S-Oil 실적 추이 및 전망



자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 부문별 이익 추이 및 전망



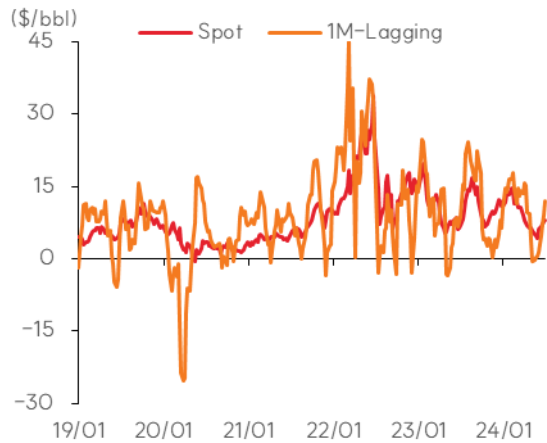
자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액 (십억원)	9,077.6	7,819.6	8,999.6	9,829.9	9,308.5	9,603.9	10,010.5	9,940.6	35,726.7	38,863.5	38,180.9
정유	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,444.8	7,608.1	7,909.5	7,880.7	28,257.2	30,843.1	30,150.4
석유화학	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,096.8	1,206.9	1,290.5	1,274.3	4,384.7	4,868.5	5,132.0
운할	762.5	810.5	676.1	836.3	766.9	788.9	810.5	785.6	3,085.4	3,151.9	2,898.5
YoY (%)	-2.3%	-31.7%	-19.1%	-7.2%	2.5%	22.8%	11.2%	1.1%	-15.8%	8.8%	-1.8%
QoQ (%)	-14.3%	-13.9%	15.1%	9.2%	-5.3%	3.2%	4.2%	-0.7%	-	-	-
영업이익 (십억원)	515.7	36.4	858.9	-56.4	454.1	125.2	414.5	484.1	1,354.6	1,477.9	1,950.2
정유	290.6	-292.1	666.2	-311.3	250.4	-101.4	156.6	229.0	353.4	534.6	988.8
석유화학	29.3	82.0	45.4	33.9	48.0	72.0	86.7	87.0	190.6	293.6	335.3
운할	195.8	246.5	147.2	221.0	155.7	154.6	171.2	168.2	810.5	649.7	626.0
YoY (%)	-61.3%	-97.9%	67.9%	적지	-11.9%	243.7%	-51.7%	흑전	-60.2%	9.1%	32.0%
QoQ (%)	흑전	-92.9%	2,258.3%	적전	흑전	-72.4%	231.2%	16.8%	-	-	-
OPM (%)	5.7%	0.5%	9.5%	-0.6%	4.9%	1.3%	4.1%	4.9%	3.8%	3.8%	5.1%
정유	4.0%	-4.9%	9.3%	-4.0%	3.4%	-1.3%	2.0%	2.9%	1.3%	1.7%	3.3%
석유화학	2.8%	8.1%	4.0%	2.8%	4.4%	6.0%	6.7%	6.8%	4.3%	6.0%	6.5%
운할	25.7%	30.4%	21.8%	26.4%	20.3%	19.6%	21.1%	21.4%	26.3%	20.6%	21.6%
순이익 (십억원)	265.3	-22.4	545.4	160.5	166.2	-8.5	282.5	483.1	948.9	923.3	1,471.1
지배주주	265.3	-22.4	545.4	160.5	166.2	-8.5	282.5	483.1	948.9	923.3	1,471.1
순이익률 (%)	2.9%	-0.3%	6.1%	1.6%	1.8%	-0.1%	2.8%	4.9%	2.7%	2.4%	3.9%

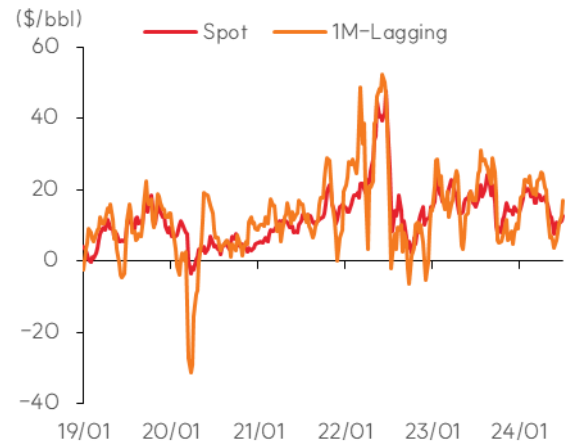
자료: S-Oil, SK 증권

복합정제마진 추이



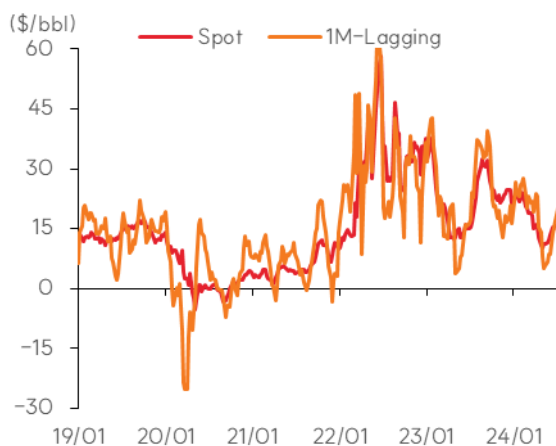
자료: Petronet, SK 증권

휘발유 정제마진 추이



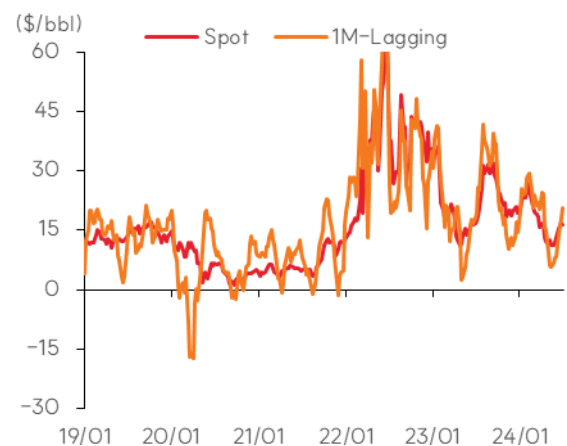
자료: Petronet, SK 증권

등유 정제마진 추이



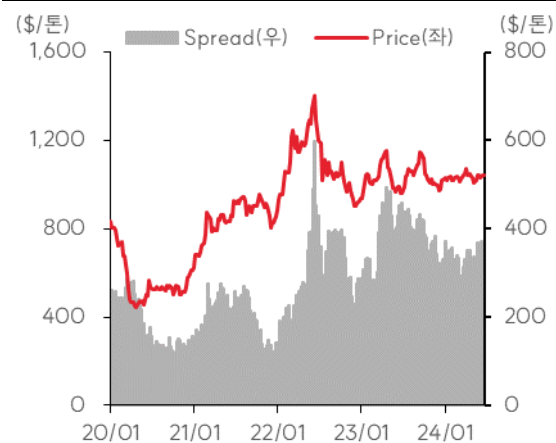
자료: Petronet, SK 증권

경유 정제마진 추이



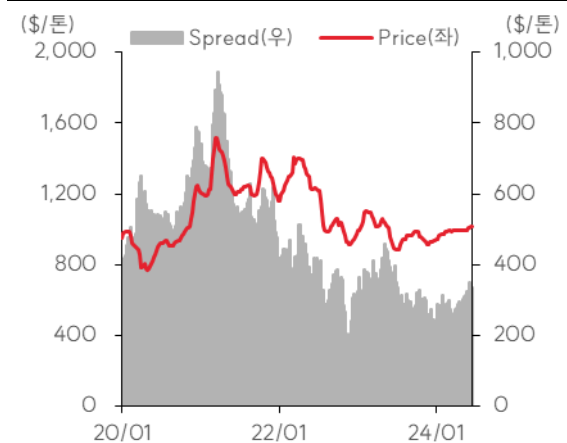
자료: Petronet, SK 증권

PX 가격 및 스프레드 추이



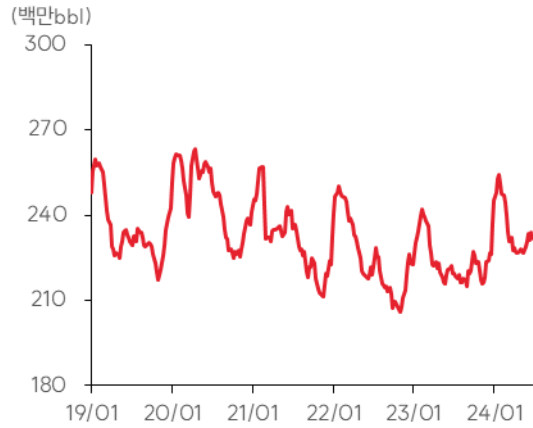
자료: Cischem, SK 증권

PP 가격 및 스프레드 추이



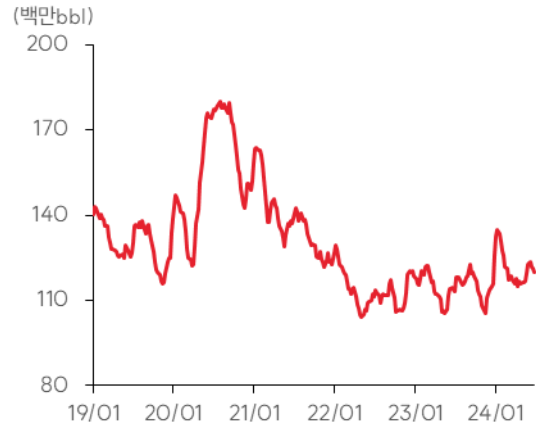
자료: Cischem, SK 증권

미국 휘발유 재고 추이



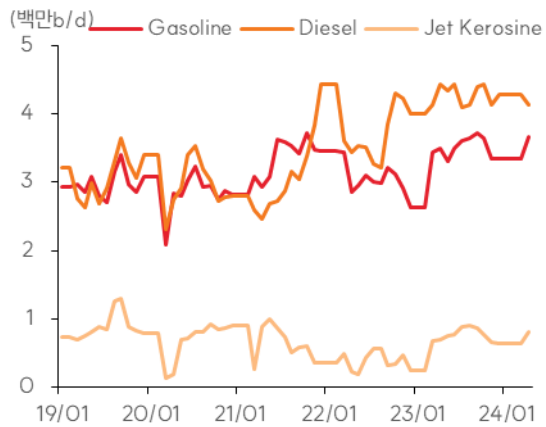
자료: EIA, SK 증권

미국 중간유분 재고 추이



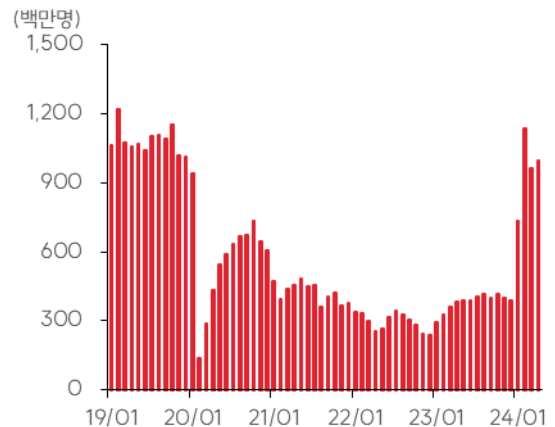
자료: EIA, SK 증권

중국 다운스트림 소비량 추이



자료: 국가통계국, SK 증권

중국 육상승객 이동량 추이



자료: 국가통계국, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	8,377	9,206	9,648	9,856	9,753
현금및현금성자산	1,946	1,310	1,963	1,415	1,725
매출채권 및 기타채권	2,841	2,964	2,990	3,024	2,876
재고자산	3,545	4,733	4,639	4,691	4,462
비유동자산	10,316	10,407	11,928	12,813	13,775
장기금융자산	140	275	251	153	146
유형자산	9,565	9,588	11,152	11,978	12,950
무형자산	108	106	116	116	109
자산총계	18,693	19,613	21,576	22,670	23,529
유동부채	8,505	8,213	9,255	9,765	9,387
단기금융부채	2,893	2,609	2,847	3,125	2,996
매입채무 및 기타채무	3,567	3,936	5,228	6,142	5,842
단기충당부채	3	3	24	25	23
비유동부채	3,200	2,917	3,284	3,176	3,210
장기금융부채	2,951	2,611	2,991	2,881	2,927
장기매입채무 및 기타채무	41	42	43	42	42
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	11,705	11,130	12,539	12,941	12,597
지배주주지분	6,988	8,483	9,038	9,728	10,932
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	8,070	9,273
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,988	8,483	9,038	9,728	10,932
부채와자본총계	18,693	19,613	21,576	22,670	23,529

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,477	1,651	2,526	1,204	2,407
당기순이익(손실)	1,379	2,104	949	923	1,471
비현금성항목등	1,248	2,000	995	1,090	1,040
유형자산감가상각비	644	644	711	846	949
무형자산상각비	8	6	8	7	7
기타	596	1,350	276	237	85
운전자본감소(증가)	-967	-2,132	1,473	-602	55
매출채권및기타채권의감소(증가)	-772	-386	-27	-433	148
재고자산의감소(증가)	-1,391	-1,338	209	9	229
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,066	221	882	861	-300
기타	-269	-538	-1,587	-337	-317
법인세납부	-86	-217	-695	-130	-159
투자활동현금흐름	197	-773	-2,066	-1,718	-1,866
금융자산의감소(증가)	-3	-2	0	-23	2
유형자산의감소(증가)	-97	-569	-2,165	-1,667	-1,921
무형자산의감소(증가)	-12	-1	-2	-7	0
기타	309	-202	102	-20	53
재무활동현금흐름	-466	-1,514	193	210	-351
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	-198	-129
장기금융부채의증가(감소)	-281	-819	649	484	46
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-117	-617	-373	-58	-268
기타	-68	-78	-83	-18	-0
현금의 증가(감소)	1,208	-635	653	-548	310
기초현금	737	1,946	1,310	1,963	1,415
기말현금	1,946	1,310	1,963	1,415	1,725
FCF	1,380	1,083	360	-463	486

자료 : S-Oil, SK증권 추정

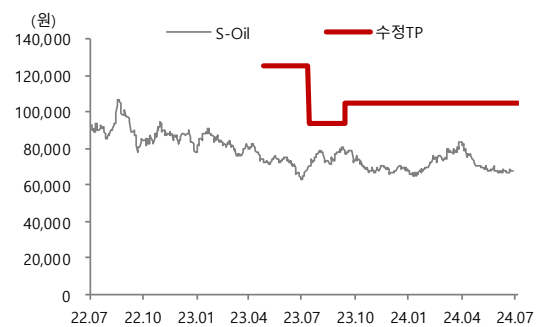
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	27,464	42,446	35,727	38,863	38,181
매출원가	24,695	38,291	33,621	36,589	35,466
매출총이익	2,769	4,155	2,106	2,275	2,715
매출총이익률(%)	10.1	9.8	5.9	5.9	7.1
판매비와 관리비	628	749	751	797	765
영업이익	2,141	3,405	1,355	1,478	1,950
영업이익률(%)	7.8	8.0	3.8	3.8	5.1
비영업손익	-263	-507	-223	-373	-320
순금융손익	-101	-120	-181	0	0
외환관련손익	-321	-339	-60	-67	-65
관계기업등 투자손익	2	-0	2	2	1
세전계속사업이익	1,878	2,899	1,132	1,105	1,630
세전계속사업이익률(%)	6.8	6.8	3.2	2.8	4.3
계속사업법인세	499	794	183	182	159
계속사업이익	1,379	2,104	949	923	1,471
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,379	2,104	949	923	1,471
순이익률(%)	5.0	5.0	2.7	2.4	3.9
지배주주	1,379	2,104	949	923	1,471
지배주주귀속 순이익률(%)	5.0	5.0	2.7	2.4	3.9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,422	2,113	927	924	1,471
지배주주	1,422	2,113	927	924	1,471
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	2,793	4,055	2,074	2,331	2,905

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	63.2	54.6	-15.8	8.8	-1.8
영업이익	흑전	59.0	-60.2	9.1	32.0
세전계속사업이익	흑전	54.3	-61.0	-2.3	47.5
EBITDA	흑전	45.2	-48.9	12.4	24.6
EPS	흑전	52.7	-54.9	-2.7	59.3
수익성 (%)					
ROA	8.0	11.0	4.6	4.2	6.4
ROE	21.8	27.2	10.8	9.8	14.2
EBITDA마진	10.2	9.6	5.8	6.0	7.6
안정성 (%)					
유동비율	98.5	112.1	104.2	100.9	103.9
부채비율	167.5	131.2	138.7	133.0	115.2
순차입금/자기자본	55.4	43.9	42.5	46.8	38.1
EBITDA/이자비용(배)	25.4	26.8	8.8	0.0	0.0
배당성향	32.1	30.4	20.9	29.0	18.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,822	18,047	8,137	7,918	12,616
BPS	59,945	72,770	77,522	83,447	93,765
CFPS	17,412	23,620	14,305	15,236	20,808
주당 현금배당금	3,800	5,500	1,700	2,300	2,300
Valuation지표 (배)					
PER	7.2	4.6	8.6	8.5	5.3
PBR	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
PCR	4.9	3.5	4.9	4.4	3.2
EV/EBITDA	4.9	3.3	5.7	5.3	4.1
배당수익률	4.4	6.6	2.4	3.4	3.4

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%



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 07월 08일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------