



BUY (유지)

목표주가(12M) 110,000원
현재주가(4.26) 74,000원

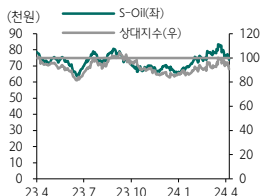
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,656.33
52주 최고/최저(원)	83,500/63,400
시가총액(십억원)	8,331.1
시가총액비중(%)	0.38
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	298.7
60일 평균 거래대금(십억원)	22.8
외국인지분율(%)	79.09
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 6 인	63.43
국민연금공단	7.30

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	38,830.3	38,278.6
영업이익(십억원)	1,969.3	1,966.9
순이익(십억원)	1,432.9	1,375.8
EPS(원)	12,289	11,799
BPS(원)	87,452	96,215

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	42,446.0	35,726.7	38,831.6	37,595.9
영업이익	3,405.2	1,354.6	1,810.9	2,008.3
세전이익	2,898.5	1,131.7	1,350.4	1,629.9
순이익	2,104.4	948.8	1,080.3	1,303.9
EPS	18,047	8,137	9,265	11,182
증감율	52.66	(54.91)	13.86	20.69
PER	4.62	8.55	8.20	6.80
PBR	1.15	0.90	0.90	0.82
EV/EBITDA	3.29	5.73	5.45	4.75
ROE	27.20	10.83	11.45	12.65
BPS	72,770	77,522	84,316	92,545
DPS	5,500	1,700	2,500	3,000



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 신홍주 hongjushin@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 04월 29일 | 기업분석_Earnings Review

S-Oil (010950)

단기 정제마진 조정 구간. 5~6월부터 개선 예상

1Q24 영업이익 컨센 부합

1Q24 영업이익은 4,541억원(QoQ 흑전, YoY -12%)으로 컨센(4,965억원)에 부합했다. 전사 유가 관련 재고평가이익이 약 200억원에 그쳐 실적 개선은 대부분 마진 개선에 의한 효과로 판단한다. 정유의 실적 개선세가 뚜렷했다. 정유 영업이익은 2,504억원(QoQ +5,617억원)으로 대폭 개선되었는데, 이는 전분기에 발생한 재고관련 손실(-1,520억원)이 제거되고, 정제마진이 큰 폭으로 개선된 영향이다. 석유화학은 벤젠 마진 개선에 따라 영업이익 480억원(QoQ +42%)을 기록했다. 반면, 윤활기유는 원료가 상승에 따른 마진 축소와 비수기 영향 등으로 영업이익 1,557억원(QoQ -30%)을 기록하며 전분기 대비 감소했다.

2Q24 영업이익 QoQ -25% 감익 전망

2Q24 영업이익은 3,429억원(QoQ -25%, YoY +842%)을 예상한다. 전사에 걸쳐 우호적인 환율 흐름이 기대되나, 최근 정제마진 조정이 아쉽다. 정유 영업이익은 1,051억원(QoQ -58%)을 추정한다. 현재의 유가가 분기 말까지 유지된다는 가정 하에서 유가 상승에 따른 재고관련이익을 약 900억원 가량 반영했고, 최근 정제마진 조정에 따라 마진을 통한 이익 창출은 소폭을 가정했다. 다만, 석유화학은 환율 효과와 벤젠 강세로, 윤활기유는 유가에 후행한 판가 상향조정과 성수기 진입 등에 근거해 전분기 대비 개선을 추정한다.

단기 정제마진 조정 구간. 5~6월부터 개선 예상

BUY, TP 11만원을 유지한다. 단기적으로 정제마진 조정이 아쉬우나, 여전히 중기적 관점에서 정제마진 강세 전망을 유지한다. 유가 강세 가능성 또한 상존해 에너지 가격 상승 리스크 헷지 측면에서 S-Oil에 대한 매수 관점을 유지한다. 최근 주가 조정을 통해 이미 단기 정제마진 조정과 2Q24 감익 가능성을 반영한 것으로 판단한다. 단기적으로 정제마진이 조정 받고 있는 것은 1) 유가의 급격한 상승에 따른 수요 위축 2) 중국 석유제품 순수출 확대 3) 쿠웨이트, 나이지리아 신규 정제설비 가동 4) 물류 이슈에 따른 유럽향 수출 차질 5) 온화한 겨울 등이 겹친 결과다. 계절적 성수기 진입과 중국의 완만한 경기 개선 등을 감안하면 단기 물량 충격은 완화되고 5~6월부터는 정제마진 반등이 가능할 것으로 판단한다. 또한 중장기적으로 사힌 프로젝트 이후 상대적 원가 경쟁력 우위를 바탕으로 또 한 번 이익 레벨이 상향될 수 있을 것이다. 압도적인 사힌 프로젝트의 상대적 경쟁력에 대해 긍정적으로 평가할 필요가 있다.

도표 1. S-Oil 1Q24 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q24P	4Q23	1Q23	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	9,308.5	9,829.9	9,077.6	2.5	-5.3	9,609.2	-3.1
영업이익	454.1	-56.4	515.7	-11.9	흑전	496.5	-8.5
세전이익	227.2	73.6	354.9	-36.0	208.7	N/A	N/A
순이익	166.2	160.5	265.3	-37.4	3.6	327.3	-49.2
영업이익률	4.9	-0.6	5.7	-0.8	5.5	5.2	-0.3
세전이익률	2.4	0.7	3.9	-1.5	1.7	N/A	N/A
순이익률	1.8	1.6	2.9	-1.1	0.2	3.4	-1.6

자료: 하나증권

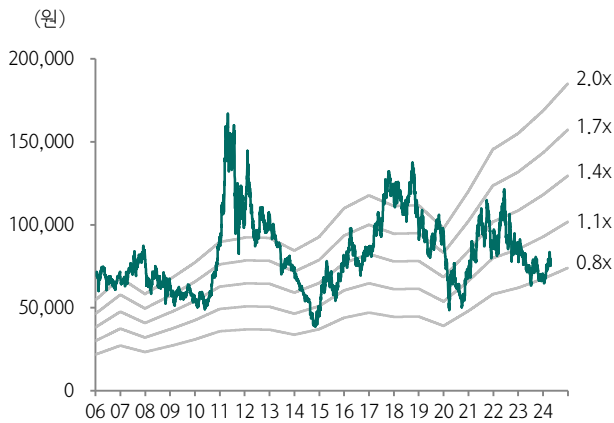
도표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2024F			2025F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	38,831.6	40,334.0	-3.7	37,595.9	39,026.6	-3.7
영업이익	1,810.9	2,082.4	-13.0	2,008.3	2,241.3	-10.4
세전이익	1,350.4	1,714.1	-21.2	1,629.9	1,869.7	-12.8
순이익	1,080.3	1,371.3	-21.2	1,303.9	1,495.7	-12.8
영업이익률	4.7	5.2	-0.5	5.3	5.7	-0.4
세전이익률	3.5	4.2	-0.8	4.3	4.8	-0.5
순이익률	2.8	3.4	-0.6	3.5	3.8	-0.4

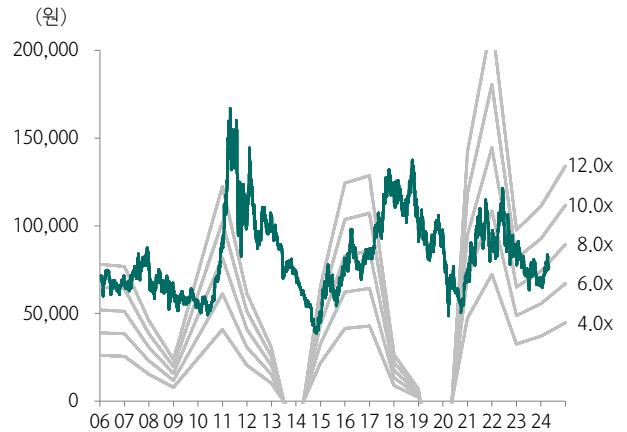
자료: 하나증권

도표 3. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 5.S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F
매출액	9,077.6	7,819.6	8,999.6	9,830.4	9,308.5	9,757.0	10,044.3	9,721.8	42,446.0	35,727.2	38,831.6	37,595.9
QoQ(%)	-14.3%	-13.9%	15.1%	9.2%	-5.3%	4.8%	2.9%	-3.2%				
YoY(%)	-2.3%	-31.7%	-19.1%	-7.2%	2.5%	24.8%	11.6%	-1.1%	54.6%	-15.8%	8.7%	-3.2%
정유부문	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,444.8	7,710.9	8,102.1	7,761.2	34,004.9	28,257.2	31,019.0	29,893.5
석유화학부문	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,096.8	1,194.3	1,085.5	1,114.3	5,025.5	4,384.7	4,490.9	4,349.0
운할기유부문	762.5	810.5	676.1	836.3	766.9	851.8	856.7	846.2	3,415.5	3,085.4	3,321.6	3,353.3
영업이익	515.7	36.4	858.9	-56.4	454.1	342.9	504.0	509.9	3,408.2	1,354.6	1,810.9	2,008.3
영업이익률(%)	5.7%	0.5%	9.5%	-0.6%	4.9%	3.5%	5.0%	5.2%	8.0%	3.8%	4.7%	5.3%
QoQ(%)	흑전	-92.9%	2259.5%	적전	흑전	-24.5%	47.0%	1.2%				
YoY(%)	-61.3%	-97.9%	67.8%	적지	-11.9%	842.0%	-41.3%	흑전	59.2%	-60.3%	33.7%	10.9%
정유부문	290.6	-292.1	666.2	-311.3	250.4	105.1	264.8	282.8	2,346.6	353.4	903.1	1,152.3
영업이익률(%)	4.0%	-4.9%	9.3%	-4.0%	3.4%	1.4%	3.3%	3.6%	6.9%	1.3%	2.9%	3.9%
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-58.0%	152.0%	6.8%				
YoY(%)	-75.8%	적전	745.1%	적지	-13.8%	흑전	-60.2%	흑전	158.4%	-84.9%	155.5%	27.6%
석유화학부문	29.3	82.0	45.4	33.9	48.0	50.5	47.7	44.2	-48.8	190.6	190.4	170.5
영업이익률(%)	2.8%	8.1%	4.0%	2.8%	4.4%	4.2%	4.4%	4.0%	-1.0%	4.3%	4.2%	3.9%
QoQ(%)	흑전	179.9%	-44.6%	-25.4%	41.6%	5.2%	-5.7%	-7.2%				
YoY(%)	흑전	355.6%	-19.1%	흑전	63.8%	-38.4%	4.9%	30.4%	적전	흑전	-0.1%	-10.5%
운할기유부문	195.8	246.5	147.2	221.0	155.7	187.3	191.5	182.9	1,110.5	810.5	717.4	685.6
영업이익률(%)	25.7%	30.4%	21.8%	26.4%	20.3%	22.0%	22.4%	21.6%	32.5%	26.3%	21.6%	20.4%
QoQ(%)	-29.9%	25.9%	-40.3%	50.1%	-29.5%	20.3%	2.2%	-4.5%				
YoY(%)	0.2%	-4.8%	-60.9%	-20.9%	-20.5%	-24.0%	30.1%	-17.2%	12.3%	-27.0%	-11.5%	-4.4%
당기순이익	265.3	-22.4	545.4	160.5	166.2	180.2	330.4	403.5	2,104.4	948.8	1,080.3	1,303.9
당기순이익률(%)	2.9%	-0.3%	6.1%	1.6%	1.8%	1.8%	3.3%	4.2%	5.0%	2.7%	2.8%	3.5%
QoQ(%)	15.9%	적전	흑전	-70.6%	3.5%	8.5%	83.3%	22.1%				
YoY(%)	-69.5%	적전	흑전	-29.9%	-37.4%	흑전	-39.4%	151.4%	52.7%	-54.9%	13.9%	20.7%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446.0	35,726.7	38,831.6	37,595.9	37,731.6
매출원가	38,291.4	33,620.9	36,082.7	34,745.1	34,814.9
매출총이익	4,154.6	2,105.8	2,748.9	2,850.8	2,916.7
판매비	749.4	751.2	938.0	842.5	871.2
영업이익	3,405.2	1,354.6	1,810.9	2,008.3	2,045.5
금융손익	(324.1)	(201.2)	(354.9)	(272.8)	(240.3)
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	1,350.4	1,629.9	1,699.7
법인세	794.2	182.9	270.1	326.0	339.9
계속사업이익	2,104.4	948.8	1,080.3	1,303.9	1,359.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2,104.4	948.8	1,080.3	1,303.9	1,359.7
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	2,104.4	948.8	1,080.3	1,303.9	1,359.7
지배주주지분포괄이익	2,112.6	926.7	1,080.3	1,303.9	1,359.7
NOPAT	2,472.2	1,135.7	1,448.7	1,606.6	1,636.4
EBITDA	4,055.0	2,073.7	2,616.4	2,892.9	2,993.7
성장성(%)					
매출액증가율	54.55	(15.83)	8.69	(3.18)	0.36
NOPAT증가율	57.31	(54.06)	27.56	10.90	1.85
EBITDA증가율	45.20	(48.86)	26.17	10.57	3.48
영업이익증가율	59.05	(60.22)	33.69	10.90	1.85
(지배주주)순이익증가율	52.66	(54.91)	13.86	20.70	4.28
EPS증가율	52.66	(54.91)	13.86	20.69	4.28
수익성(%)					
매출총이익률	9.79	5.89	7.08	7.58	7.73
EBITDA이익률	9.55	5.80	6.74	7.69	7.93
영업이익률	8.02	3.79	4.66	5.34	5.42
계속사업이익률	4.96	2.66	2.78	3.47	3.60

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	18,047	8,137	9,265	11,182	11,661
BPS	72,770	77,522	84,316	92,545	101,253
CFPS	35,198	16,672	22,224	24,595	25,459
EBITDAPS	34,776	17,784	22,438	24,809	25,674
SPS	364,016	306,391	333,019	322,421	323,585
DPS	5,500	1,700	2,500	3,000	3,000
주가지표(배)					
PER	4.62	8.55	8.20	6.80	6.52
PBR	1.15	0.90	0.90	0.82	0.75
PCFR	2.37	4.17	3.42	3.09	2.99
EV/EBITDA	3.29	5.73	5.45	4.75	4.09
PSR	0.23	0.23	0.23	0.24	0.23
재무비율(%)					
ROE	27.20	10.83	11.45	12.65	12.04
ROA	10.99	4.61	4.92	5.64	5.48
ROIC	19.14	7.98	9.16	9.25	9.18
부채비율	131.19	138.74	126.90	121.89	117.83
순부채비율	43.92	42.48	51.48	42.03	25.70
이자보상배율(배)	22.53	5.72	7.66	9.00	9.16

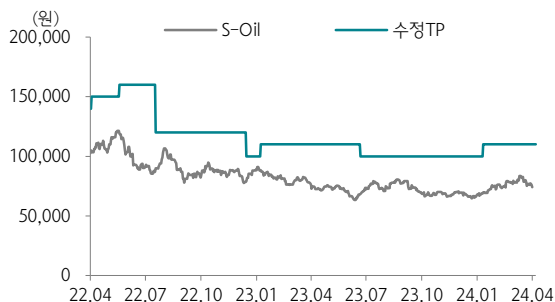
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,206.0	9,647.8	8,456.9	8,725.2	10,313.7
금융자산	1,493.9	1,999.2	143.7	676.5	2,184.5
현금성자산	1,310.3	1,963.3	104.6	638.7	2,146.3
매출채권	2,303.6	2,307.5	2,508.1	2,428.3	2,452.6
재고자산	4,733.2	4,639.2	5,042.3	4,881.9	4,930.7
기타유동자산	675.3	701.9	762.8	738.5	745.9
비유동자산	10,407.2	11,928.4	13,847.0	15,215.8	15,400.2
투자자산	138.5	167.7	173.6	171.3	172.0
금융자산	102.5	126.8	129.1	128.2	128.5
유형자산	9,588.0	11,152.0	13,071.5	14,448.7	14,637.7
무형자산	106.4	115.6	108.8	102.8	97.5
기타비유동자산	574.3	493.1	493.1	493.0	493.0
자산총계	19,613.1	21,576.1	22,303.9	23,941.0	25,713.9
유동부채	8,213.2	9,254.5	9,164.5	9,852.2	10,608.6
금융부채	2,608.7	2,847.5	2,213.3	2,220.4	2,228.2
매입채무	3,172.4	3,989.5	4,336.2	4,769.8	5,246.8
기타유동부채	2,432.1	2,417.5	2,615.0	2,862.0	3,133.6
비유동부채	2,916.5	3,284.0	3,309.5	3,299.4	3,300.5
금융부채	2,610.9	2,990.6	2,990.6	2,990.6	2,990.6
기타비유동부채	305.6	293.4	318.9	308.8	309.9
부채총계	11,129.7	12,538.6	12,474.1	13,151.6	13,909.2
지배주주지분	8,483.5	9,037.6	9,829.8	10,789.4	11,804.7
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	8,171.8	9,131.4	10,146.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8,483.5	9,037.6	9,829.8	10,789.4	11,804.7
순금융부채	3,725.7	3,838.9	5,060.3	4,534.5	3,034.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651.5	2,525.7	1,882.1	2,757.6	2,672.0
당기순이익	2,104.4	948.8	1,080.3	1,303.9	1,359.7
조정	1,679.4	103.8	1,043.0	1,032.1	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)	(0.0)	(0.0)
영업활동 자산부채 변동	(2,132.3)	1,473.1	(241.2)	421.6	216.6
투자활동 현금흐름	(773.2)	(2,066.1)	(2,964.7)	(2,399.6)	(1,280.5)
투자자산감소(증가)	(4.2)	(2.5)	(3.6)	4.7	1.6
자본증가(감소)	(568.8)	(2,185.6)	(2,718.2)	(2,255.8)	(1,131.9)
기타	(200.2)	122.0	(242.9)	(148.5)	(150.2)
재무활동 현금흐름	(1,514.1)	245.8	(922.2)	(337.3)	(336.6)
금융부채증가(감소)	(624.5)	618.5	(634.2)	7.1	7.8
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(272.5)	(0.1)	0.1	(0.0)	(0.0)
배당지급	(617.1)	(372.6)	(288.1)	(344.4)	(344.4)
현금의 증감	(635.9)	705.4	(1,910.5)	534.1	1,507.6
Unlevered CFO	4,104.3	1,944.1	2,591.4	2,867.9	2,968.7
Free Cash Flow	1,052.7	340.1	(836.1)	501.8	1,540.0

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.5	BUY	110,000		
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%
22.4.28	BUY	150,000	-26.31%	-19.00%
21.7.5	BUY	140,000	-32.01%	-17.86%

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 4월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 4월 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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	94.20%	5.36%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 04월 26일