

S-Oil (010950/KS)

점진적 회복 예상, 공급확대는 제한적

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 90,000 원(하향)

현재주가: 66,400 원

상승여력: 35.5%



Analyst
김도현

do.kim@sks.co.kr
3773-9994

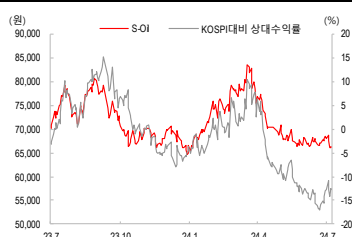
Company Data

발행주식수	11,258 만주
시가총액	7,475 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company BV(외6)	63.43%
국민연금공단	7.30%

Stock Data

주가(24/07/26)	66,400 원
KOSPI	2,731.90pt
52주 최고가	83,500 원
52주 최저가	64,700 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Review: 정유부문 실적부진

S-Oil의 2Q24 매출액은 9.6 조원(+22.4% YoY, +2.8% QoQ), 영업이익 1,606 억원(+341.0% YoY, -64.6% QoQ)으로 컨센서스(2,912 억원)대비 대폭 하회하는 실적을 기록했다. 정제마진 하락에 따른 정유부문 적자전환 영향이다.

1) **정유부문**: 영업이익 -950 억원(적전 QoQ)을 기록했다. 정제마진은 2Q24 \$7.0/bbl 로 -\$5.6/bbl QoQ 를 기록했으며, 1Q24 대비 재고효과 역시 감소하며 부진한 실적을 기록했다.

2) **석유화학부문**: 영업이익 1,099 억원(+129.0% QoQ)을 기록했다. 2Q24 BZ Spread 는 +15.6% QoQ 를 기록했으며, PX Spread 역시 +3.2% QoQ 를 기록하며 강세를 지속했다. 또한, PP Spread 역시 중국 포장재 수요 증가 등 영향으로 +10.4% QoQ 를 기록하며 석화부문 증익에 기여했다.

3) **유통부문**: 영업이익 1,458 억원(-6.4% QoQ)을 기록했다. 원재료 Lagging 효과 등으로 인해 Spread 축소(-1.9% QoQ)되며 소폭 감익했다.

3Q24 눈높이대비 하회 예상

3Q24 영업이익은 3,546 억원(+120.8% QoQ)으로 컨센서스 4,405 억원대비 하회할 것으로 예상된다. 7 월 정제마진은 회복국면에 접어들었으며, 성수기 지속에 따라 3Q24 정제마진의 회복이 예상된다. 3Q24 수요의 개선은 지속되고 기온 상승 등 영향으로 가동률 조정이 발생함에 따라 수급은 개선될 것으로 예상되나, 2H24 정제마진 회복세는(평균 \$7.8/bbl) 미국 휘발유 수요 개선세의 둔화에 따라 제한될 전망이다.

점진적 회복 예상, 공급 확대는 제한적

실적추정치 하향 조정에 따라 목표주가를 하향한다. 하지만, 2H24 다운스트림 수요는 점진적으로 회복될 것으로 예상되는 한편, 공급은 제한적일 전망이다. 24 년 중국의 다운스트림 수출은 제한적일 전망이다. 중국 다운스트림 소비량은 견조한 흐름을 지속하고 있고, 육상 화물이동량 및 승객이동량은 YoY 회복을 지속 중이다. 한편, 정제설비 순증설은 2H24 부터 감소할 것으로 예상되며, 점진적 업황 회복이 전망된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	16,830	27,464	42,446	35,727	38,211	37,407
영업이익	십억원	-1,099	2,141	3,405	1,355	1,313	1,485
순이익(지배주주)	십억원	-796	1,379	2,104	949	724	1,003
EPS	원	-6,827	11,822	18,047	8,137	6,207	8,602
PER	배	-10.1	7.2	4.6	8.6	10.7	7.7
PBR	배	1.4	1.4	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	-27.7	4.9	3.3	5.7	5.7	5.1
ROE	%	-13.1	21.8	27.2	10.8	7.8	10.1

S-Oil Valuation Table

24E BPS (원)	81,735
Target P/B (배)	1.1
적정가치 (원)	89,909
T.P (원)	90,000
Upside (%)	35.5

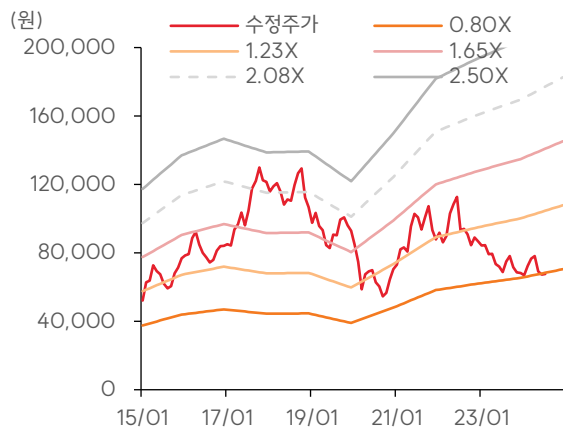
자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 실적추정치 변경 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	38,133	37,582	38,211	37,407	38,178	37,145	0.1%	0.7%
영업이익 (십억원)	1,950	1,899	1,313	1,485	1,592	1,791	-17.5%	-17.1%
순이익 (십억원)	1,328	1,428	724	1,003	1,031	1,225	-29.8%	-18.1%

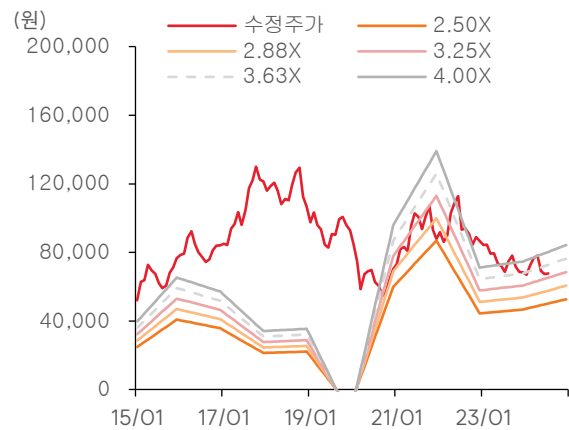
자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil PBR Band Chart



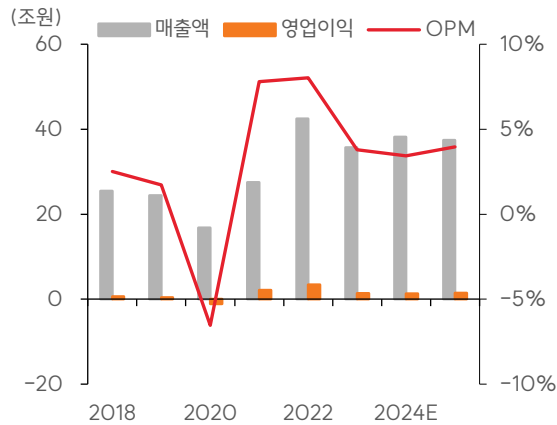
자료: FnGuide, SK 증권

S-Oil EV/EBITDA Band Chart



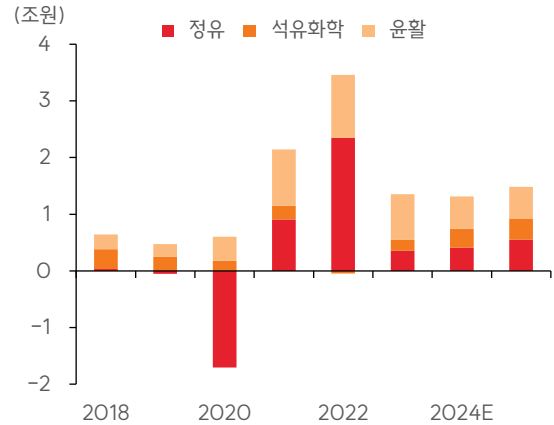
자료: FnGuide, SK 증권

S-Oil 실적 추이 및 전망



자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 부문별 이익 추이 및 전망



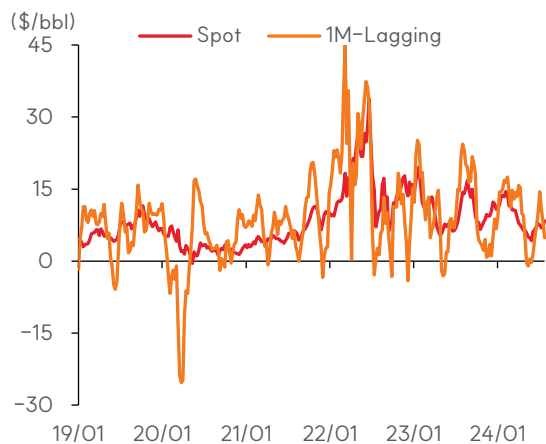
자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액 (십억원)	9,077.6	7,819.6	8,999.6	9,829.9	9,308.5	9,570.8	9,825.6	9,505.8	35,726.7	38,210.7	37,406.9
정유	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,444.8	7,451.4	7,665.2	7,624.4	28,257.2	30,185.8	29,173.1
석유화학	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,096.8	1,308.5	1,343.3	1,089.5	4,384.7	4,838.1	5,170.5
운할	762.5	810.5	676.1	836.3	766.9	810.9	817.1	791.9	3,085.4	3,186.8	3,063.2
YoY (%)	-2.3%	-31.7%	-19.1%	-7.2%	2.5%	22.4%	9.2%	-3.3%	-15.8%	7.0%	-2.1%
QoQ (%)	-14.3%	-13.9%	15.1%	9.2%	-5.3%	2.8%	2.7%	-3.3%	-	-	-
영업이익 (십억원)	515.7	36.4	858.9	-56.4	454.1	160.6	354.6	343.7	1,354.6	1,313.0	1,485.0
정유	290.6	-292.1	666.2	-311.3	250.4	-95.0	113.2	142.1	353.4	410.7	554.5
석유화학	29.3	82.0	45.4	33.9	48.0	109.9	102.4	71.5	190.6	331.8	367.5
운할	195.8	246.5	147.2	221.0	155.7	145.8	139.1	130.1	810.5	570.6	562.9
YoY (%)	-61.3%	-97.9%	67.9%	적지	-11.9%	341.0%	-58.7%	흑전	-60.2%	-3.1%	13.1%
QoQ (%)	흑전	-92.9%	2,258.3%	적전	흑전	-64.6%	120.8%	-3.1%	-	-	-
OPM (%)	5.7%	0.5%	9.5%	-0.6%	4.9%	1.7%	3.6%	3.6%	3.8%	3.4%	4.0%
정유	4.0%	-4.9%	9.3%	-4.0%	3.4%	-1.3%	1.5%	1.9%	1.3%	1.4%	1.9%
석유화학	2.8%	8.1%	4.0%	2.8%	4.4%	8.4%	7.6%	6.6%	4.3%	6.9%	7.1%
운할	25.7%	30.4%	21.8%	26.4%	20.3%	18.0%	17.0%	16.4%	26.3%	17.9%	18.4%
순이익 (십억원)	265.3	-22.4	545.4	160.5	166.2	-21.3	225.9	352.9	948.9	723.7	1,003.1
지배주주	265.3	-22.4	545.4	160.5	166.2	-21.3	225.9	352.9	948.9	723.7	1,003.1
순이익률 (%)	2.9%	-0.3%	6.1%	1.6%	1.8%	-0.2%	2.3%	3.7%	2.7%	1.9%	2.7%

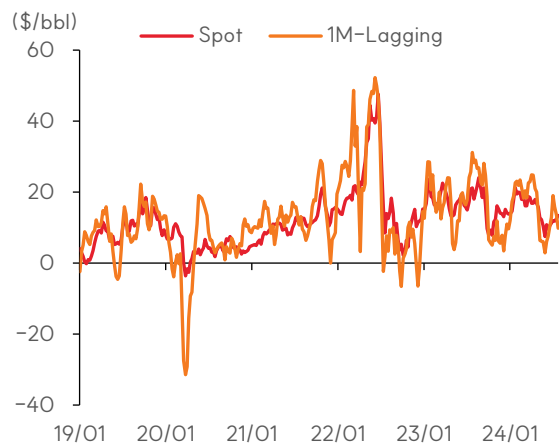
자료: S-Oil, SK 증권

복합정제마진 추이



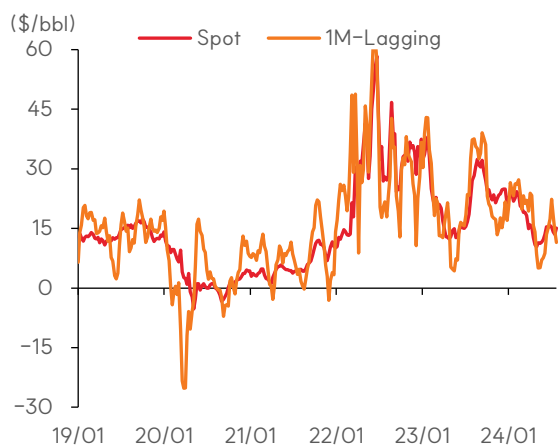
자료: Petronet, SK 증권

휘발유 정제마진 추이



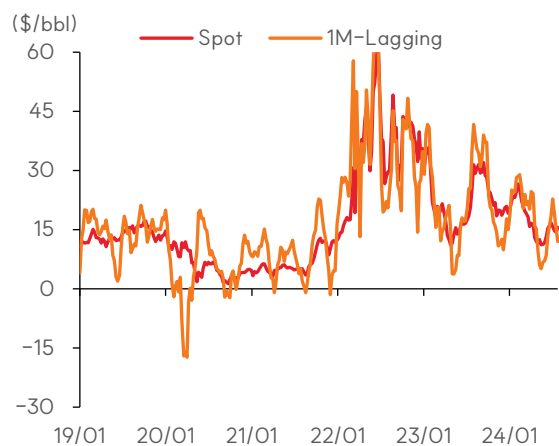
자료: Petronet, SK 증권

등유 정제마진 추이



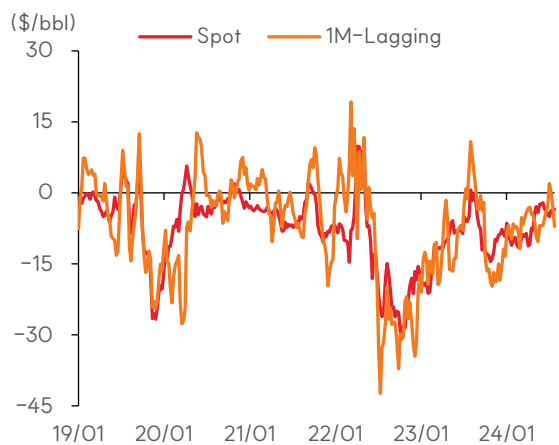
자료: Petronet, SK 증권

경유 정제마진 추이



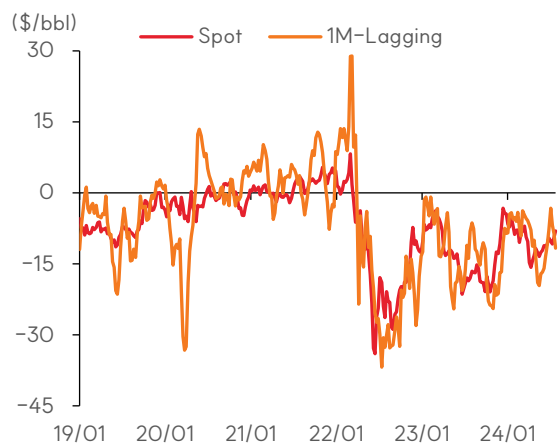
자료: Petronet, SK 증권

B/C 정제마진 추이



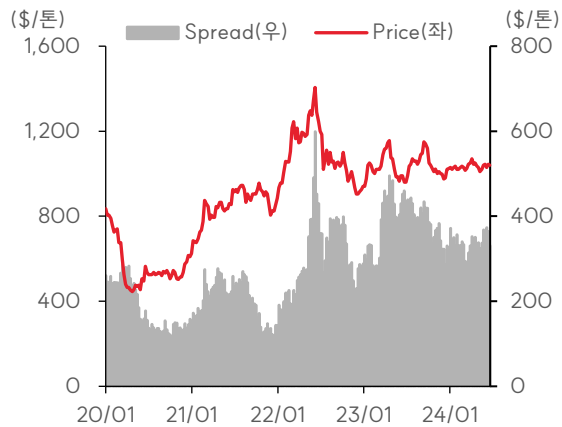
자료: Petronet, SK 증권

납사 정제마진 추이



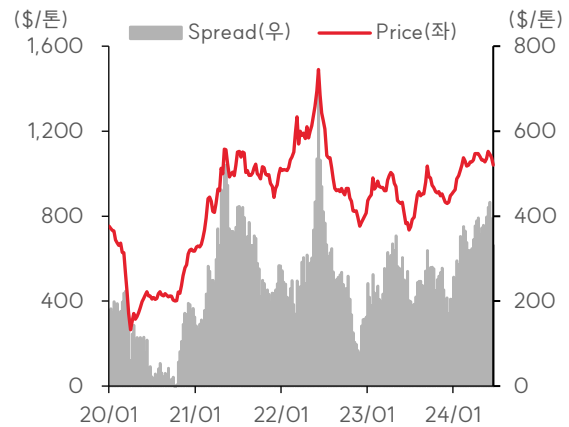
자료: Petronet, SK 증권

PX 가격 및 스프레드 추이



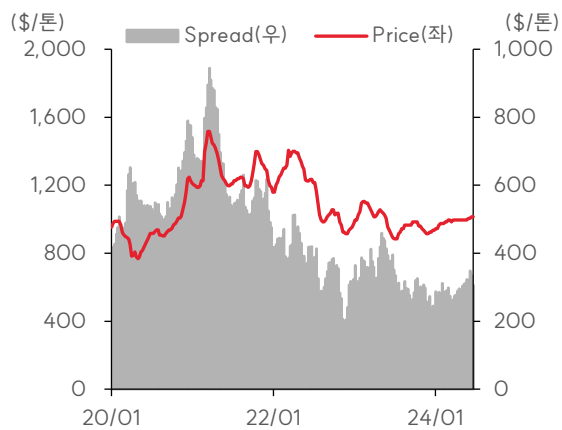
자료: Cischem, SK 증권

Benzene 가격 및 스프레드 추이



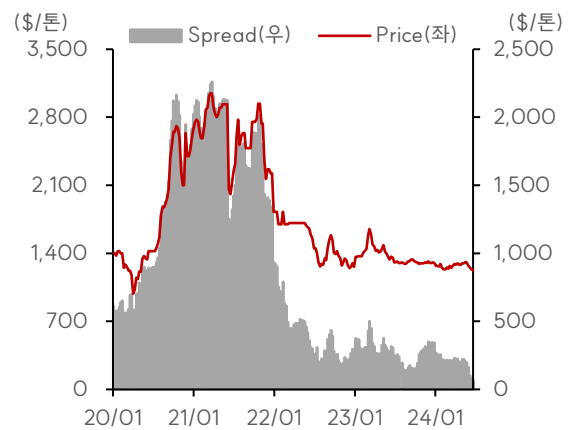
자료: Cischem, SK 증권

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
유동자산	8,377	9,206	9,648	9,284	9,161
현금및현금성자산	1,946	1,310	1,963	1,212	1,295
매출채권 및 기타채권	2,841	2,964	2,990	2,891	2,817
재고자산	3,545	4,733	4,639	4,486	4,372
비유동자산	10,316	10,407	11,928	13,012	13,995
장기금융자산	140	275	251	147	143
유형자산	9,565	9,588	11,152	12,185	13,174
무형자산	108	106	116	116	109
자산총계	18,693	19,613	21,576	22,296	23,157
유동부채	8,505	8,213	9,255	9,488	9,432
단기금융부채	2,893	2,609	2,847	3,125	3,163
매입채무 및 기타채무	3,567	3,936	5,228	5,874	5,724
단기충당부채	3	3	24	23	23
비유동부채	3,200	2,917	3,284	3,279	3,461
장기금융부채	2,951	2,611	2,991	2,995	3,183
장기매입채무 및 기타채무	41	42	43	42	42
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	11,705	11,130	12,539	12,767	12,893
지배주주지분	6,988	8,483	9,038	9,529	10,264
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	7,870	8,606
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,988	8,483	9,038	9,529	10,264
부채와자본총계	18,693	19,613	21,576	22,296	23,157

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,477	1,651	2,526	1,065	1,928
당기순이익(손실)	1,379	2,104	949	724	1,003
비현금성항목등	1,248	2,000	995	1,071	1,037
유형자산감가상각비	644	644	711	858	965
무형자산상각비	8	6	8	7	7
기타	596	1,350	276	206	65
운전자본감소(증가)	-967	-2,132	1,473	-553	28
매출채권및기타채권의감소(증가)	-772	-386	-27	-300	74
재고자산의감소(증가)	-1,391	-1,338	209	214	114
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,066	221	882	593	-150
기타	-269	-538	-1,587	-275	-279
법인세납부	-86	-217	-695	-99	-139
투자활동현금흐름	197	-773	-2,066	-1,926	-1,905
금융자산의감소(증가)	-3	-2	0	-21	1
유형자산의감소(증가)	-97	-569	-2,165	-1,886	-1,954
무형자산의감소(증가)	-12	-1	-2	-7	0
기타	309	-202	102	-12	48
재무활동현금흐름	-466	-1,514	193	324	-43
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	-198	38
장기금융부채의증가(감소)	-281	-819	649	598	188
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	-751	83
기초현금	737	1,946	1,310	1,963	1,212
기말현금	1,946	1,310	1,963	1,212	1,295
FCF	1,380	1,083	360	-820	-26

자료 : S-Oil, SK증권 추정

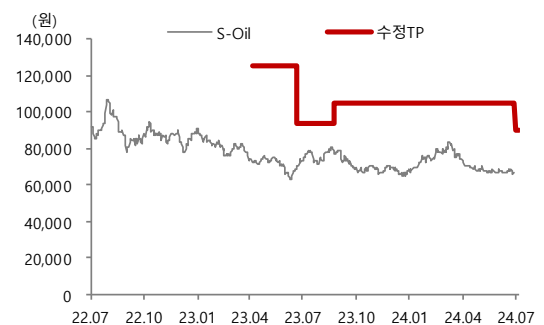
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	27,464	42,446	35,727	38,211	37,407
매출원가	24,695	38,291	33,621	36,114	35,172
매출총이익	2,769	4,155	2,106	2,097	2,235
매출총이익률(%)	10.1	9.8	5.9	5.5	6.0
판매비와 관리비	628	749	751	784	750
영업이익	2,141	3,405	1,355	1,313	1,485
영업이익률(%)	7.8	8.0	3.8	3.4	4.0
비영업손익	-263	-507	-223	-439	-342
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	874	1,142
세전계속사업이익률(%)	6.8	6.8	3.2	2.3	3.1
계속사업법인세	499	794	183	151	139
계속사업이익	1,379	2,104	949	724	1,003
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,379	2,104	949	724	1,003
순이익률(%)	5.0	5.0	2.7	1.9	2.7
지배주주	1,379	2,104	949	724	1,003
지배주주귀속 순이익률(%)	5.0	5.0	2.7	1.9	2.7
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,422	2,113	927	724	1,003
지배주주	1,422	2,113	927	724	1,003
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	2,793	4,055	2,074	2,178	2,457

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	63.2	54.6	-15.8	7.0	-2.1
영업이익	흑전	59.0	-60.2	-3.1	13.1
세전계속사업이익	흑전	54.3	-61.0	-22.7	30.7
EBITDA	흑전	45.2	-48.9	5.0	12.8
EPS	흑전	52.7	-54.9	-23.7	38.6
수익성 (%)					
ROA	8.0	11.0	4.6	3.3	4.4
ROE	21.8	27.2	10.8	7.8	10.1
EBITDA마진	10.2	9.6	5.8	5.7	6.6
안정성 (%)					
유동비율	98.5	112.1	104.2	97.8	97.1
부채비율	167.5	131.2	138.7	134.0	125.6
순차입금/자기자본	55.4	43.9	42.5	51.1	48.9
EBITDA/이자비용(배)	25.4	26.8	8.8	0.0	0.0
배당성향	32.1	30.4	20.9	37.0	26.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,822	18,047	8,137	6,207	8,602
BPS	59,945	72,770	77,522	81,735	88,040
CFPS	17,412	23,620	14,305	13,622	16,935
주당 현금배당금	3,800	5,500	1,700	2,300	2,300
Valuation지표 (배)					
PER	7.2	4.6	8.6	10.7	7.7
PBR	1.4	1.1	0.9	0.8	0.8
PCR	4.9	3.5	4.9	4.9	3.9
EV/EBITDA	4.9	3.3	5.7	5.7	5.1
배당수익률	4.4	6.6	2.4	3.5	3.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.07.29	매수	90,000원	6개월		
2023.09.21	매수	105,000원	6개월	-32.58%	-20.48%
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 29일 기준)

매수	96.91%	중립	3.09%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------