

S-Oil (010950/KS)

업황 강세의 초입

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 105,000 원(유지)

현재주가: 78,600 원

상승여력: 33.6%


Analyst
김도현

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

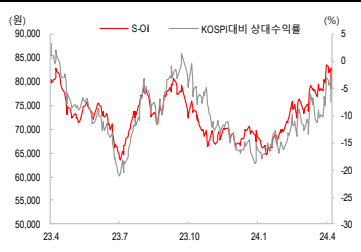
Company Data

발행주식수	11,258 만주
시가총액	8,849 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company BV(외6)	63.43%
국민연금공단	7.30%

Stock Data

주가(24/04/12)	78,600 원
KOSPI	2,681.82pt
52주 최고가	83,500 원
52주 최저가	63,400 원
60일 평균 거래대금	21 십억원

주가 및 상대수익률



1Q24 Preview: 유가 상승과 마진 개선효과

S-Oil의 1Q24 매출액은 9.9 조원(+8.7% YoY, +0.4% QoQ), 영업이익 4,968 억 원(-3.7% YoY, 흑전 QoQ)을 기록했을 것으로 추정된다. 1Q24 유가 강세와 다운스트림 가격 상승에 따른 마진개선 등 효과에 따라 실적 개선 가능했을 것으로 예상된다.

1) **정유부문**: 영업이익 2,723 억원(흑전 QoQ)을 기록했을 것으로 추정된다. 1Q24 유가는 +\$6.7/bbl QoQ를 기록했으나, OSP 하락 등 영향으로 재고효과는 제한됐을 것으로 판단된다. 하지만, 다운스트림 가격 상승에 따른 마진 개선, Lagging 효과 등을 고려했을 때 S-Oil의 정제마진은 +\$3.6/bbl QoQ를 기록했을 것으로 예상되며, 4Q23 발생했던 재고관련손실 소멸에 따라 이익 개선을 기록했을 것으로 추정된다.

2) **석유화학부문**: 영업이익 476 억원(+1.4% QoQ)을 기록했을 것으로 추정된다. 1Q24 PX 가격은 +2.2% QoQ를 기록했으며, 이에 따른 스프레드 개선 효과로 증익 기록했을 것으로 예상된다.

3) **유통부문**: 영업이익 1,768 억원(-21.8% QoQ)을 기록했을 것으로 추정된다. 비수기 효과에 따른 유통기유 판가 하락 등 영향과 유가 상승에 따라 스프레드 약세가 지속됐을 것으로 판단되며, 이에 따라 전분기대비 감익했을 것으로 예상된다.

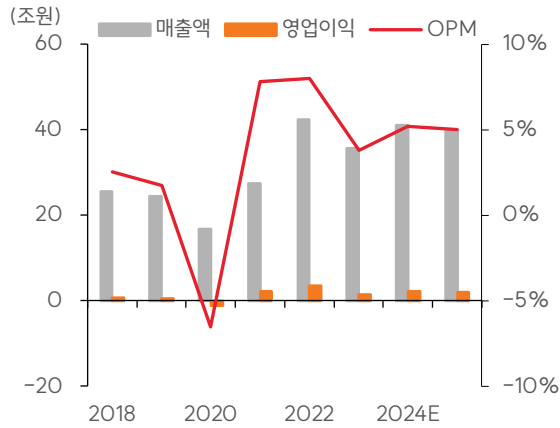
우호적 업황은 24년 지속될 전망

24년 EM 중심의 견조한 다운스트림 수요를 바탕으로 다운스트림 수급은 타이트한 상황이 지속될 전망이다. 24년 4월 중국의 청명절 이동수요는 +56.1% YoY 증가했으며, 코로나 19 이전대비해서도 +20.9% 증가하는 등 지속적인 개선을 나타내고 있다. 또한, 중국 육상 여객수요 역시 아직 코로나 19 이전대비 업사이드는 충분한 상황이다. 인도 역시 24~25년도 전체 예산 중 20.2%가 인프라 투자에 집중될 것으로 전망되며, 인도 도시화를 수준 30% 정도를 고려하면, 향후 도시화를 성장에 따른 다운스트림 수요 역시 견조한 성장세를 지속할 수 있을 것으로 예상된다. 한편, 올해 예상되는 정제설비 신증설은 23년대비 절반 수준임을 고려하면 우호적 업황은 24년 지속될 전망이다이며, 견조한 이익체력은 지속 가능하다는 판단이다. 투자 의견 '매수' 유지한다.

영업실적 및 투자지표

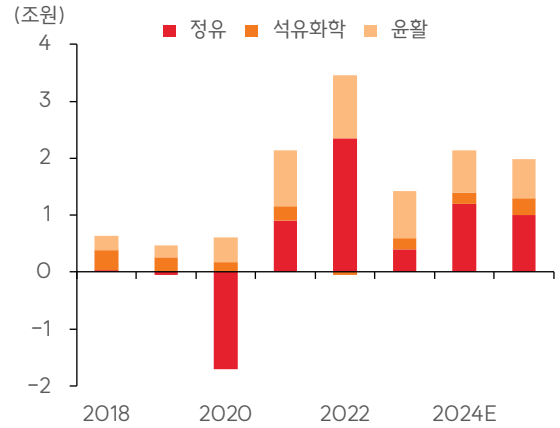
구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	16,830	27,464	42,446	35,727	41,107	39,710
영업이익	십억원	-1,099	2,141	3,405	1,355	2,133	1,987
순이익(지배주주)	십억원	-796	1,379	2,104	949	1,688	1,658
EPS	원	-6,827	11,822	18,047	8,137	14,479	14,218
PER	배	-10.1	7.2	4.6	8.6	5.4	5.5
PBR	배	1.4	1.4	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	-27.7	4.9	3.3	5.7	4.9	4.9
ROE	%	-13.1	21.8	27.2	10.8	17.3	14.8

S-Oil 실적 추이 및 전망



자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 부문별 이익 추이 및 전망



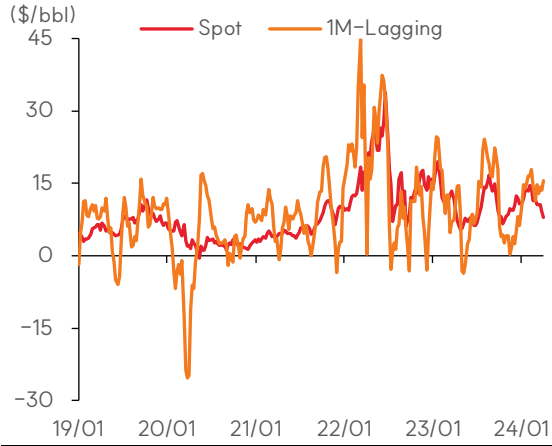
자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액 (십억원)	9,077.6	7,819.6	8,999.6	9,829.9	9,868.2	10,098.6	10,610.1	10,530.6	42,446.0	35,726.7	41,107.4
정유	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,773.8	7,989.3	8,474.9	8,390.1	34,004.9	28,257.2	32,628.1
석유화학	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,303.8	1,310.2	1,320.6	1,334.8	5,025.5	4,384.7	5,269.4
운할	762.5	810.5	676.1	836.3	790.7	799.1	814.5	805.7	3,415.5	3,085.4	3,210.0
YoY (%)	-2.3%	-31.7%	-19.1%	-7.2%	8.7%	29.1%	17.9%	7.1%	54.6%	-15.8%	15.1%
QoQ (%)	-14.3%	-13.9%	15.1%	9.2%	0.4%	2.3%	5.1%	-0.7%	-	-	-
영업이익 (십억원)	515.7	36.4	858.9	-56.4	496.8	530.4	567.9	537.5	3,405.2	1,354.6	2,132.5
정유	290.6	-292.1	666.2	-265.7	272.3	298.9	326.0	303.3	2,346.5	399.0	1,200.6
석유화학	29.3	82.0	45.4	47.0	47.6	44.7	47.1	50.2	-48.9	203.7	189.6
운할	195.8	246.5	147.2	226.2	176.8	186.7	194.8	184.1	1,110.5	815.7	742.4
YoY (%)	-61.3%	-97.9%	67.9%	적지	-3.7%	1,356.2%	-33.9%	흑전	59.1%	-60.2%	57.4%
QoQ (%)	흑전	-92.9%	2,258.3%	적전	흑전	6.7%	7.1%	-5.3%	-	-	-
OPM (%)	5.7%	0.5%	9.5%	-0.6%	5.0%	5.3%	5.4%	5.1%	8.0%	3.8%	5.2%
정유	4.0%	-4.9%	9.3%	-3.4%	3.5%	3.7%	3.8%	3.6%	6.9%	1.4%	3.7%
석유화학	2.8%	8.1%	4.0%	3.9%	3.7%	3.4%	3.6%	3.8%	-1.0%	4.6%	3.6%
운할	25.7%	30.4%	21.8%	27.0%	22.4%	23.4%	23.9%	22.8%	32.5%	26.4%	23.1%
순이익 (십억원)	265.3	-22.4	545.4	160.5	302.6	430.2	419.0	536.6	2,104.4	948.9	1,688.3
지배주주	265.3	-22.4	545.4	160.5	302.6	430.2	419.0	536.6	2,104.4	948.9	1,688.3
순이익률 (%)	2.9%	-0.3%	6.1%	1.6%	3.1%	4.3%	3.9%	5.1%	5.0%	2.7%	4.1%

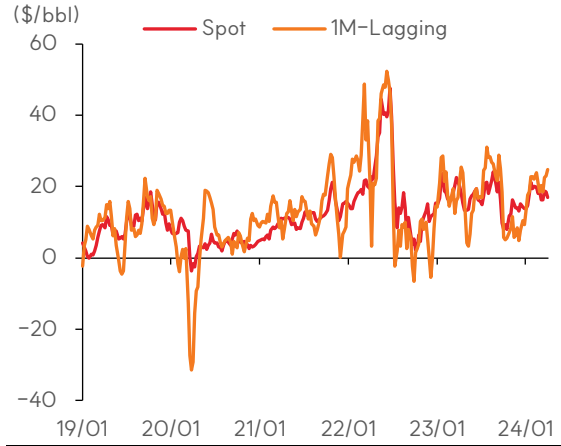
자료: S-Oil, SK 증권

복합정제마진 추이



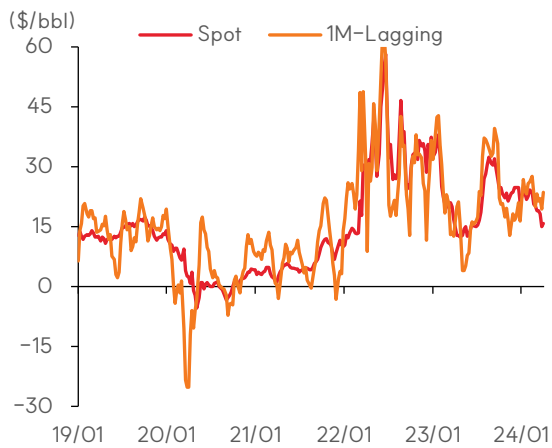
자료: Petronet, SK 증권

휘발유 정제마진 추이



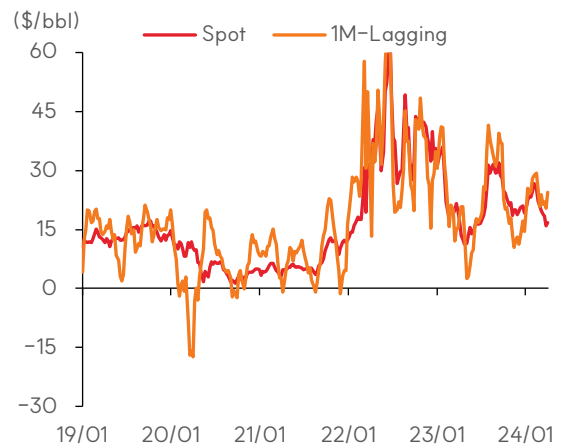
자료: Petronet, SK 증권

등유 정제마진 추이



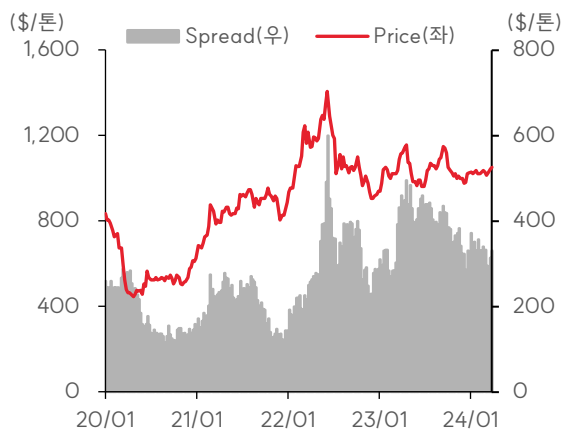
자료: Petronet, SK 증권

경유 정제마진 추이



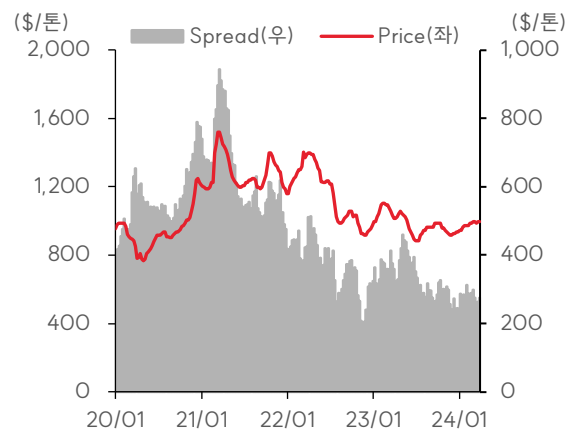
자료: Petronet, SK 증권

PX 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, SK 증권

PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	8,377	9,206	9,648	10,752	10,410
현금및현금성자산	1,946	1,310	1,963	1,809	2,158
매출채권 및 기타채권	2,841	2,964	2,990	3,203	2,956
재고자산	3,545	4,733	4,639	4,970	4,586
비유동자산	10,316	10,407	11,928	13,299	14,546
장기금융자산	140	275	251	262	249
유형자산	9,565	9,588	11,152	12,360	13,624
무형자산	108	106	116	108	101
자산총계	18,693	19,613	21,576	24,050	24,956
유동부채	8,505	8,213	9,255	10,184	9,596
단기금융부채	2,893	2,609	2,847	3,168	3,037
매입채무 및 기타채무	3,567	3,936	5,228	6,507	6,005
단기충당부채	3	3	24	26	24
비유동부채	3,200	2,917	3,284	3,373	3,477
장기금융부채	2,951	2,611	2,991	3,063	3,187
장기매입채무 및 기타채무	41	42	43	42	42
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	11,705	11,130	12,539	13,557	13,073
지배주주지분	6,988	8,483	9,038	10,493	11,883
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	8,835	10,225
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,988	8,483	9,038	10,493	11,883
부채와자본총계	18,693	19,613	21,576	24,050	24,956

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,477	1,651	2,526	2,091	2,355
당기순이익(손실)	1,379	2,104	949	1,688	1,658
비현금성항목등	1,248	2,000	995	1,514	1,510
유형자산감가상각비	644	644	711	574	673
무형자산상각비	8	6	8	8	7
기타	596	1,350	276	932	831
운전자본감소(증가)	-967	-2,132	1,473	-80	92
매출채권및기타채권의감소(증가)	-772	-386	-27	-213	247
재고자산의감소(증가)	-1,391	-1,338	209	-331	383
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,066	221	882	433	-502
기타	-269	-538	-1,587	-1,294	-1,062
법인세납부	-86	-217	-695	-263	-157
투자활동현금흐름	197	-773	-2,066	-1,903	-1,874
금융자산의감소(증가)	-3	-2	0	-3	3
유형자산의감소(증가)	-97	-569	-2,165	-1,782	-1,936
무형자산의감소(증가)	-12	-1	-2	0	0
기타	309	-202	102	-118	59
재무활동현금흐름	-466	-1,514	193	160	-275
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	321	-131
장기금융부채의증가(감소)	-281	-819	649	72	124
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-117	-617	-373	-233	-268
기타	-68	-78	-83	0	0
현금의 증가(감소)	1,208	-635	653	-154	349
기초현금	737	1,946	1,310	1,963	1,809
기말현금	1,946	1,310	1,963	1,809	2,158
FCF	1,380	1,083	360	308	419

자료 : S-Oil, SK증권 추정

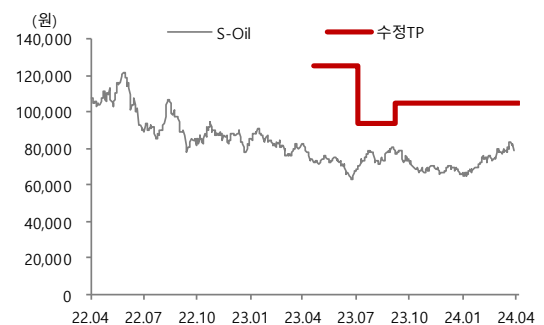
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	27,464	42,446	35,727	41,107	39,710
매출원가	24,695	38,291	33,621	38,148	36,933
매출총이익	2,769	4,155	2,106	2,960	2,776
매출총이익률(%)	10.1	9.8	5.9	7.2	7.0
판매비와 관리비	628	749	751	827	790
영업이익	2,141	3,405	1,355	2,133	1,987
영업이익률(%)	7.8	8.0	3.8	5.2	5.0
비영업손익	-263	-507	-223	-182	-172
순금융손익	-101	-120	-181	-769	-748
외환관련손익	-321	-339	-60	-67	-65
관계기업등 투자손익	2	-0	2	1	1
세전계속사업이익	1,878	2,899	1,132	1,951	1,815
세전계속사업이익률(%)	6.8	6.8	3.2	4.7	4.6
계속사업법인세	499	794	183	263	157
계속사업이익	1,379	2,104	949	1,688	1,658
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,379	2,104	949	1,688	1,658
순이익률(%)	5.0	5.0	2.7	4.1	4.2
지배주주	1,379	2,104	949	1,688	1,658
지배주주귀속 순이익률(%)	5.0	5.0	2.7	4.1	4.2
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,422	2,113	927	1,688	1,658
지배주주	1,422	2,113	927	1,688	1,658
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	2,793	4,055	2,074	2,714	2,666

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	63.2	54.6	-15.8	15.1	-3.4
영업이익	흑전	59.0	-60.2	57.4	-6.8
세전계속사업이익	흑전	54.3	-61.0	72.4	-7.0
EBITDA	흑전	45.2	-48.9	30.9	-1.8
EPS	흑전	52.7	-54.9	77.9	-1.8
수익성 (%)					
ROA	8.0	11.0	4.6	7.4	6.8
ROE	21.8	27.2	10.8	17.3	14.8
EBITDA마진	10.2	9.6	5.8	6.6	6.7
안정성 (%)					
유동비율	98.5	112.1	104.2	105.6	108.5
부채비율	167.5	131.2	138.7	129.2	110.0
순차입금/자기자본	55.4	43.9	42.5	41.8	33.9
EBITDA/이자비용(배)	25.4	26.8	8.8	2.8	2.7
배당성향	32.1	30.4	20.9	15.9	16.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,822	18,047	8,137	14,479	14,218
BPS	59,945	72,770	77,522	90,004	101,924
CFPS	17,412	23,620	14,305	19,467	20,043
주당 현금배당금	3,800	5,500	1,700	2,300	2,300
Valuation지표 (배)					
PER	7.2	4.6	8.6	5.4	5.5
PBR	1.4	1.1	0.9	0.9	0.8
PCR	4.9	3.5	4.9	4.0	3.9
EV/EBITDA	4.9	3.3	5.7	4.9	4.9
배당수익률	4.4	6.6	2.4	2.9	2.9

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%
2022.04.29	매수	130,000원	6개월	-15.43%	-6.54%
2022.01.28	매수	110,000원	6개월	-15.25%	-2.27%



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 04월 15일 기준)

매수	96.55%	중립	3.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------