

# S-Oil (010950/KS)

## 재고손실 영향, 이익체력은 견조

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 105,000 원(유지)  
현재주가: 68,800 원  
상승여력: 52.6%



Analyst  
김도현

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

#### Company Data

발행주식수	11,258 만주
시가총액	7,746 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company BV(외7)	63.43%
국민연금공단	7.30%

#### Stock Data

주가(24/02/02)	68,800 원
KOSPI	2,615.31pt
52주 최고가	88,300 원
52주 최저가	63,400 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 4Q23 Review: 재고관련손실 영향

S-Oil은 4Q23 매출액 9.8 조원(-7.2% YoY, +9.2% QoQ), 영업이익 76 억원(흑전 YoY, -99.1% QoQ)으로 컨센서스 대비 99.1% 하회하는 실적을 기록했다. 재고손실 1,440 억원 반영 등에 따른 감익 영향이며, 투자세액공제 960 억원 및 순환차손익 +1,623 억원 등 영향으로 당기순이익은 2,098 억원을 기록했다.

1) 정유부문: 영업이익 -2,657 억원(적전 QoQ)을 기록했다. 9월 평균대비 12월 평균 Dubai 유가는 \$16.8/bbl 하락했으며, 이에 따른 재고관련손실 1,520 억원이 인식됐다. 정제마진 역시 4Q23 평균 \$4.2/bbl 수준으로 전분기대비 40%이상 하락하며 감익 요인으로 작용했다.

2) 석유화학부문: 영업이익 470 억원(+3.5% QoQ)을 기록했다. 4Q23 평균 PX Spread는 -15.7% QoQ, PP Spread는 -5.2%를 기록하는 등 부진한 시황이 지속됐으나, 3Q23 발생했던 정기보수 비용 소멸로 전분기대비 증익을 기록했다.

3) 유통부문: 영업이익 2,262 억원(+53.7% QoQ)을 기록했다. 계절적 비수기 종료 후 4Q23 유통 스프레드는 회복세로 전환했으며, OPM 27.0%로 전분기 21.8%대비 큰 폭의 수익성 개선을 달성했다.

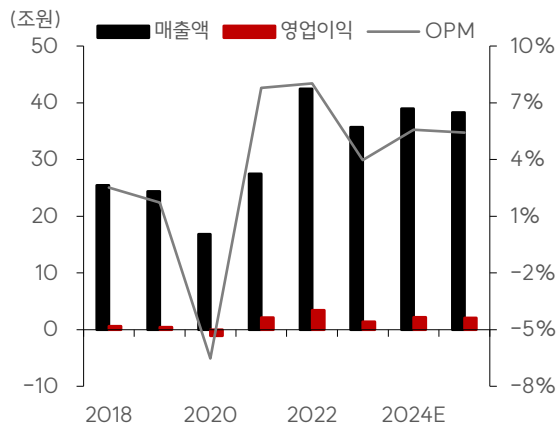
### 24년 변동성 축소와 우호적 업황의 지속

24년 유가 변동성 축소와 우호적 업황 지속에 따라 23년 대비 +53.3%의 증익이 예상된다. 중국의 24년 1차 수출쿼터는 23년과 동일한 1,900 만톤이 발행됐다. 하지만, 수요 둔화우려에도 불구하고 중국의 다운스트림 소비량은 예상보다 견조한 흐름을 지속 중인 상황이다. 중국 정제설비 증설 또한 24년 감소할 것으로 예상되는 상황에서 향후 중국의 다운스트림 수출여력의 성장은 제한적일 것으로 전망된다. 인도 역시 견조한 다운스트림 소비량을 지속 중이며, 인도 지역의 높은 내연기관 비중을 고려할 때, 24년 인도 역내 수요는 견조한 흐름을 지속할 전망이다. 우호적인 업황대비 S-Oil의 주가 레벨은 12MF PBR 0.8 배 수준으로 밸류에이션 매력 또한 높다. 22~23년 높아진 눈높이를 고려하더라도 과도한 저평가라는 판단이다. 투자 의견 '매수' 유지한다.

#### 영업실적 및 투자지표

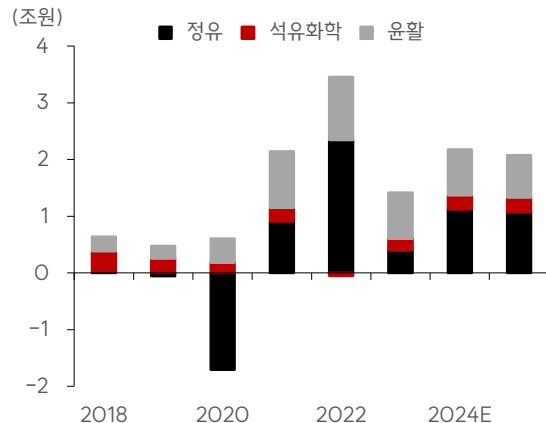
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	16,830	27,464	42,446	35,727	39,002	38,292
영업이익	십억원	-1,099	2,141	3,405	1,419	2,174	2,076
순이익(지배주주)	십억원	-796	1,379	2,104	998	1,624	1,613
EPS	원	-6,827	11,822	18,047	8,560	13,928	13,831
PER	배	-10.1	7.2	4.6	8.1	4.9	5.0
PBR	배	1.4	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	-27.7	4.9	3.3	6.2	4.1	4.0
ROE	%	-13.1	21.8	27.2	11.3	16.7	14.7

## S-Oil 실적 추이 및 전망



자료: S-Oil, SK 증권

## S-Oil 부문별 이익 추이 및 전망



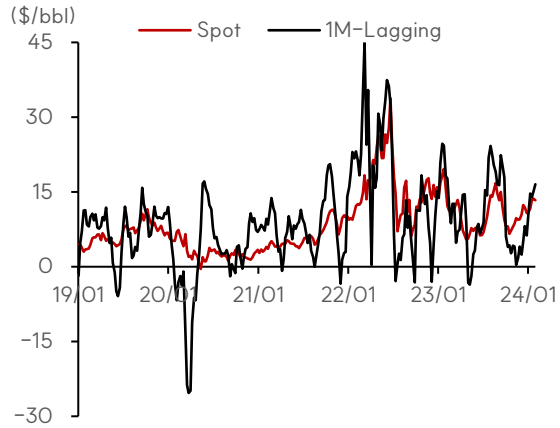
자료: S-Oil, SK 증권

## S-Oil 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
<b>매출액 (십억원)</b>	9,077.6	7,819.6	8,999.6	9,830.4	9,819.5	9,565.7	9,742.0	9,875.2	42,446.0	35,727.2	39,002.4
정유	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,732.0	7,480.1	7,676.8	7,792.7	34,004.9	28,257.2	30,681.6
석유화학	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,240.7	1,232.8	1,239.7	1,251.1	5,025.5	4,384.7	4,964.2
운할	762.5	810.5	676.1	836.3	846.8	852.9	825.5	831.4	3,415.5	3,085.4	3,356.6
YoY (%)	-2.3%	-31.7%	-19.1%	-7.2%	8.2%	22.3%	8.2%	0.5%	54.6%	-15.8%	9.2%
QoQ (%)	-14.3%	-13.9%	15.1%	9.2%	-0.1%	-2.6%	1.8%	1.4%	-	-	-
<b>영업이익 (십억원)</b>	515.7	36.4	858.9	7.6	538.7	509.9	562.7	562.8	3,405.2	1,418.6	2,174.0
정유	290.6	-292.1	666.2	-265.7	273.1	250.5	304.1	295.7	2,346.5	399.0	1,123.4
석유화학	29.3	82.0	45.4	47.0	55.8	57.8	64.4	69.6	-48.9	203.7	247.5
운할	195.8	246.5	147.2	226.2	209.7	201.6	194.2	197.5	1,110.5	815.7	803.1
YoY (%)	-61.3%	-97.9%	67.9%	흑전	4.5%	1,300.0%	-34.5%	7,334.3%	59.1%	-58.3%	53.3%
QoQ (%)	흑전	-92.9%	2,258.3%	-99.1%	7,016.2%	-5.3%	10.4%	0.0%	-	-	-
<b>OPM (%)</b>	5.7%	0.5%	9.5%	0.1%	5.5%	5.3%	5.8%	5.7%	8.0%	4.0%	5.6%
정유	4.0%	-4.9%	9.3%	-3.4%	3.5%	3.3%	4.0%	3.8%	6.9%	1.4%	3.7%
석유화학	2.8%	8.1%	4.0%	3.9%	4.5%	4.7%	5.2%	5.6%	-1.0%	4.6%	5.0%
운할	25.7%	30.4%	21.8%	27.0%	24.8%	23.6%	23.5%	23.8%	32.5%	26.4%	23.9%
<b>순이익 (십억원)</b>	265.3	-22.4	545.4	209.8	320.9	390.2	390.8	522.2	2,104.4	998.2	1,624.1
지배주주	265.3	-22.4	545.4	209.8	320.9	390.2	390.8	522.2	2,104.4	998.2	1,624.1
순이익률 (%)	2.9%	-0.3%	6.1%	2.1%	3.3%	4.1%	4.0%	5.3%	5.0%	2.8%	4.2%

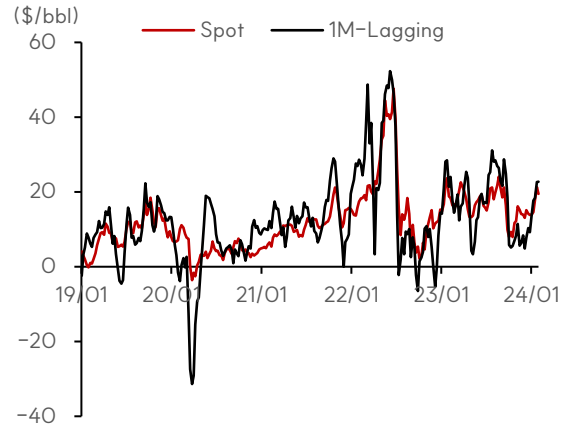
자료: S-Oil, SK 증권

### 복합정제마진 추이



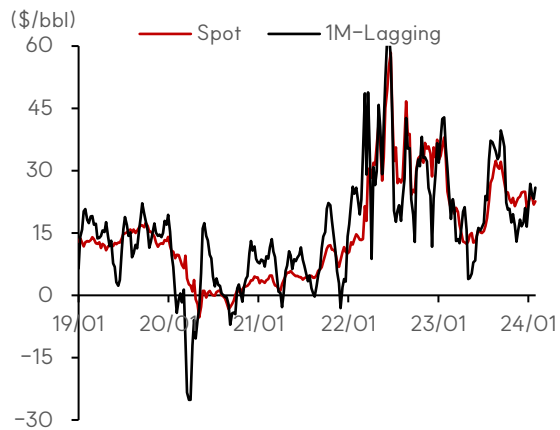
자료: Petronet, SK 증권

### 휘발유 정제마진 추이



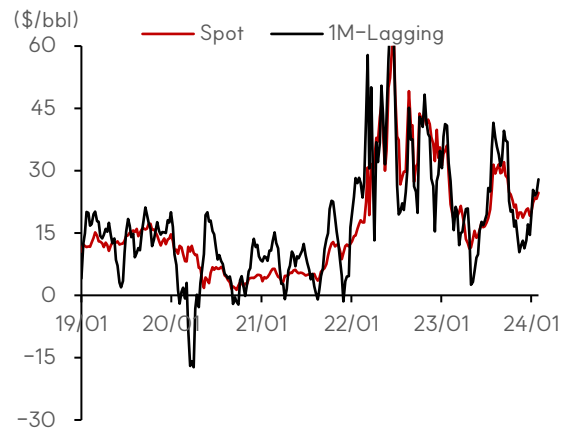
자료: Petronet, SK 증권

### 등유 정제마진 추이



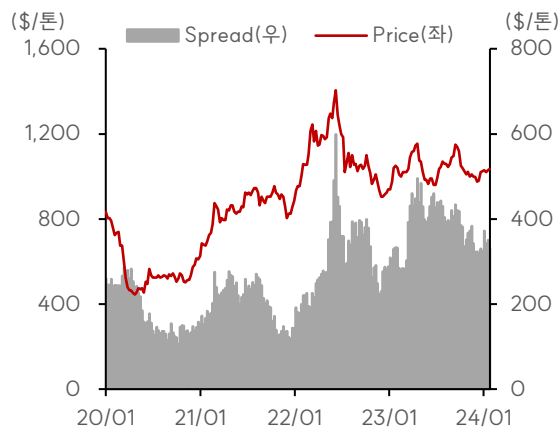
자료: Petronet, SK 증권

### 경유 정제마진 추이



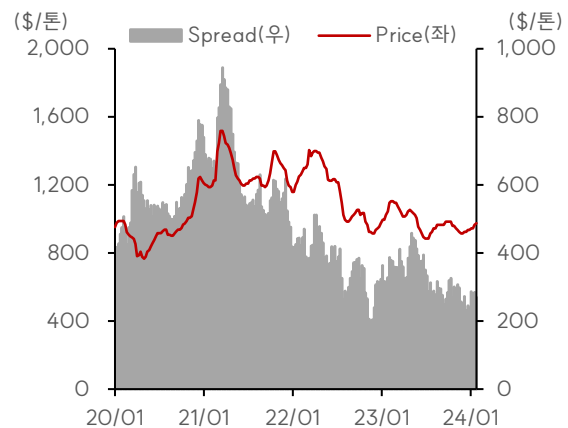
자료: Petronet, SK 증권

### PX 가격 및 스프레드 추이



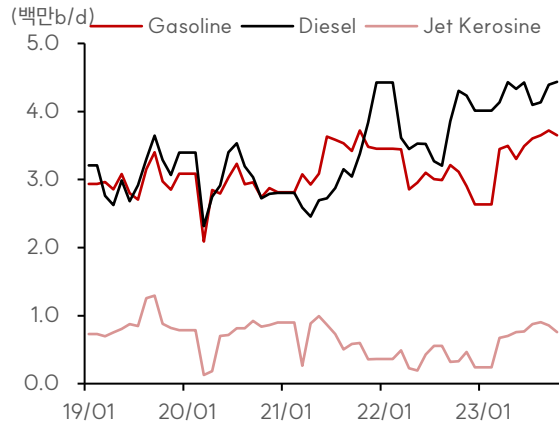
자료: Ciscem, SK 증권

### PP 가격 및 스프레드 추이



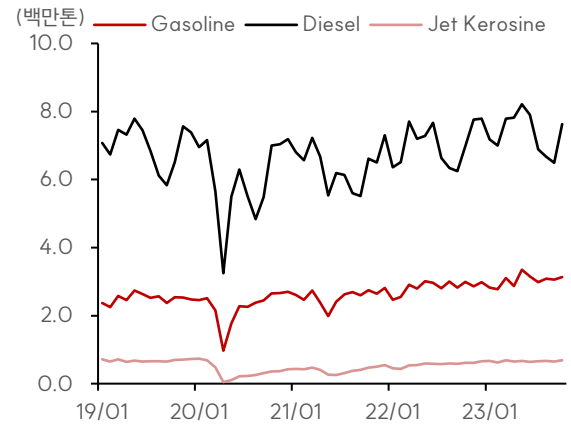
자료: Ciscem, SK 증권

### 중국 다운스트림 소비량 추이



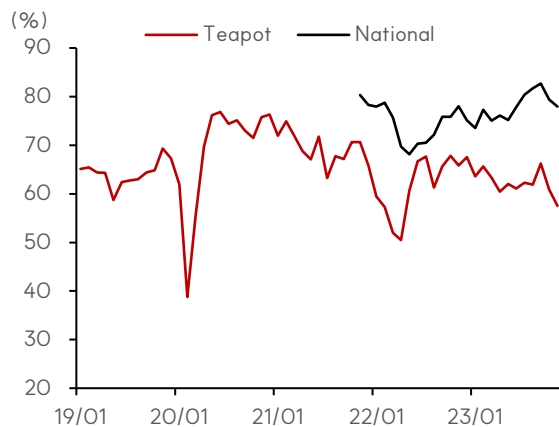
자료: 국가통계국, SK 증권

### 인도 다운스트림 소비량 추이



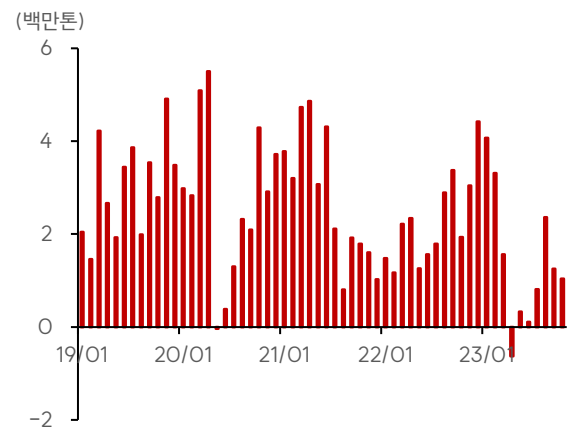
자료: Bloomberg, SK 증권

### 중국 정제설비 가동률 추이



자료: 국가통계국, SK 증권

### 중국 석유제품 순수출 추이



자료: 국가통계국, SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	8,377	9,206	9,027	9,503	9,807
현금및현금성자산	1,946	1,310	1,101	1,540	2,238
매출채권 및 기타채권	2,841	2,964	2,751	2,763	2,627
재고자산	3,545	4,733	4,392	4,412	4,194
<b>비유동자산</b>	10,316	10,407	11,684	12,581	13,524
장기금융자산	140	275	189	190	180
유형자산	9,565	9,588	10,857	11,737	12,691
무형자산	108	106	99	91	84
<b>자산총계</b>	18,693	19,613	20,711	22,084	23,331
<b>유동부채</b>	8,505	8,213	8,038	8,078	7,960
단기금융부채	2,893	2,609	3,183	3,115	3,153
매입채무 및 기타채무	3,567	3,936	4,410	4,430	4,211
단기충당부채	3	3	3	3	3
<b>비유동부채</b>	3,200	2,917	3,564	3,645	3,770
장기금융부채	2,951	2,611	3,279	3,359	3,495
장기매입채무 및 기타채무	41	42	40	41	41
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	11,705	11,130	11,602	11,723	11,730
<b>지배주주지분</b>	6,988	8,483	9,109	10,361	11,601
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	7,454	8,705	9,946
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	6,988	8,483	9,109	10,361	11,601
<b>부채와자본총계</b>	18,693	19,613	20,711	22,084	23,331

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,574	1,389	1,004	2,366	2,577
당기순이익(손실)	1,379	2,104	998	1,624	1,613
비현금성항목등	1,248	1,634	1,002	1,117	1,136
유형자산감가상각비	644	644	722	853	929
무형자산상각비	8	6	8	8	7
기타	596	984	272	256	199
운전자본감소(증가)	-967	-2,132	-392	-10	114
매출채권및기타채권의감소(증가)	-772	-386	-179	-13	137
재고자산의감소(증가)	-1,391	-1,338	524	-20	218
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,066	221	-21	20	-219
기타	130	-630	-716	2	-21
법인세납부	-86	-217	-604	-365	-285
<b>투자활동현금흐름</b>	210	-740	-1,832	-1,707	-1,821
금융자산의감소(증가)	-3	-2	-159	-1	8
유형자산의감소(증가)	-97	-569	-1,831	-1,734	-1,883
무형자산의감소(증가)	-12	-1	0	0	0
기타	322	-168	159	27	53
<b>재무활동현금흐름</b>	231	-481	1,410	-361	-199
단기금융부채의증가(감소)	0	0	152	-68	38
장기금융부채의증가(감소)	459	279	1,807	79	136
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-117	-617	-373	-373	-373
기타	-111	-143	-176	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,208	-635	-209	439	698
기초현금	737	1,946	1,310	1,101	1,540
기말현금	1,946	1,310	1,101	1,540	2,238
FCF	1,478	820	-827	632	695

자료 : S-Oil, SK증권 추정

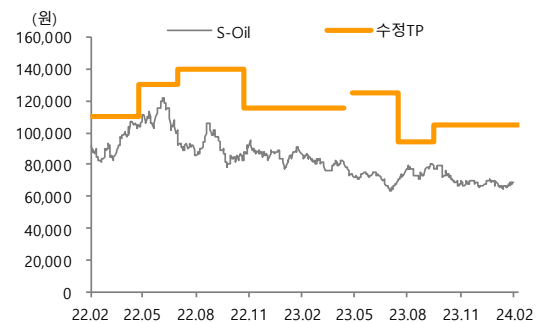
## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	27,464	42,446	35,727	39,002	38,292
<b>매출원가</b>	24,695	38,291	33,570	36,048	35,461
<b>매출총이익</b>	2,769	4,155	2,157	2,954	2,831
매출총이익률(%)	10.1	9.8	6.0	7.6	7.4
<b>판매비와 관리비</b>	628	749	738	780	755
<b>영업이익</b>	2,141	3,405	1,419	2,174	2,076
영업이익률(%)	7.8	8.0	4.0	5.6	5.4
<b>비영업손익</b>	-263	-507	-223	-185	-178
순금융손익	-101	-120	0	0	0
외환관련손익	-321	-339	-37	-100	-95
관계기업등 투자손익	2	-0	2	1	1
<b>세전계속사업이익</b>	1,878	2,899	1,196	1,989	1,898
세전계속사업이익률(%)	6.8	6.8	3.3	5.1	5.0
<b>계속사업법인세</b>	499	794	198	365	285
<b>계속사업이익</b>	1,379	2,104	998	1,624	1,613
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,379	2,104	998	1,624	1,613
순이익률(%)	5.0	5.0	2.8	4.2	4.2
<b>지배주주</b>	1,379	2,104	998	1,624	1,613
지배주주귀속 순이익률(%)	5.0	5.0	2.8	4.2	4.2
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,422	2,113	998	1,624	1,613
지배주주	1,422	2,113	998	1,624	1,613
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	2,793	4,055	2,148	3,035	3,012

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	63.2	54.6	-15.8	9.2	-1.8
영업이익	흑전	59.0	-58.3	53.3	-4.5
세전계속사업이익	흑전	54.3	-58.7	66.4	-4.6
EBITDA	흑전	45.2	-47.0	41.3	-0.8
EPS	흑전	52.7	-52.6	62.7	-0.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	8.0	11.0	5.0	7.6	7.1
ROE	21.8	27.2	11.3	16.7	14.7
EBITDA마진	10.2	9.6	6.0	7.8	7.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	98.5	112.1	112.3	117.6	123.2
부채비율	167.5	131.2	127.4	113.2	101.1
순차입금/자기자본	55.4	43.9	57.0	46.0	36.6
EBITDA/이자비용(배)	25.4	26.8	0.0	0.0	0.0
배당성향	32.1	30.4	37.3	22.9	23.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	11,822	18,047	8,560	13,928	13,831
BPS	59,945	72,770	78,137	88,869	99,504
CFPS	17,412	23,620	14,818	21,311	21,859
주당 현금배당금	3,800	5,500	3,200	3,200	3,200
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	7.2	4.6	8.1	4.9	5.0
PBR	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
PCR	4.9	3.5	4.7	3.2	3.1
EV/EBITDA	4.9	3.3	6.2	4.1	4.0
배당수익률	4.4	6.6	4.6	4.7	4.7

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 02월 05일 기준)

매수	94.83%	중립	5.17%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------