

S-Oil (010950)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

90,000

유지

현재주가

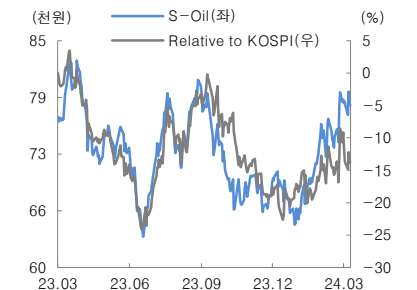
77,900

(24.03.28)

정유업중

KOSPI	2745.82
시가총액	8,969십억원
시가총액비중	0.42%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	82,800원 / 63,400원
120일 평균거래대금	190억원
외국인지분율	78.76%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 7인 63.43%
	국민연금공단 7.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.8	11.9	-1.6	0.0
상대수익률	-0.7	8.2	-11.7	-11.3



시장기대치 부합 예상

- 1Q24 예상 영업이익 4,768억원으로 컨센서스 부합 전망
- 정유부문 예상 OP 2,659억원으로 전분기대비 +5,771억원 개선
- 2월 석유제품 재고량 근 5년내 최저치 기록하며 타이트한 수급 지속

투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지

목표주가는 24년 예상 BPS 83,763원에 Target PBR 1.1배 적용. 멀티플은 24E ROE 9.8%를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 적용.

1Q24 Preview: 예상 영업이익 4,768억원 시장기대치 부합

정유 부문 예상 영업이익 2,659억원으로 전분기대비 +5,771억원 개선 전망. 1Q24 동사의 추정 정제마진은 5.6달러/배럴로 전분기대비 약 +4달러 개선. 11월 평균 유가(83.56달러 + OSP 4달러) 대비 24년 1월(82.3달러) 유가 하락으로 동분기 예상 재고평가이익은 96억원, 영업이익에 영향 미미.

유회 부문 예상 OP 1,777억원으로 QoQ -19.6% 전망. 유회율 평가 하락(그룹3 평균 1,125달러/배럴, QoQ -11.6%)에 따른 마진 감소(56.9달러/배럴, QoQ -9.1%). 화학 부문 예상 OP 332억원, QoQ -2.1% 전망. PP/PO 스프레드 개선되었으나 주요 제품인 P-X 마진 하락(1Q24 322.3달러/톤, QoQ -2.2%)에 기인.

24년 상반기 우호적 업황 지속 전망

2월 기준 글로벌 휘발유 재고는 573백만배럴로 근 5년 내 최저치 기록(18-22 평균치대비 -4.19%). 2분기 아시아 지역 내 정기보수 집중에 따른 가동률 하락(1Q 83.2%→ 2Q 예상치 82.1%) 및 러시아 휘발유 수출 금지 조치로 타이트한 공급 상황 지속 전망. 1Q 예상대비 견조했던 수요(가솔린+디젤 수요 57.9백만 B/D, YoY +0.8%) 흐름이 계절적 성수기(드라이빙 시즌)로 이어지며(2Q 예상치 56.3백만B/D, YoY +1.3%) 상반기 정제마진 강세 흐름 지속 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24(F)				2Q24			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	9,078	9,830	9,099	9,702	6.9	-1.3	9,256	9,291	18.8	-4.2
영업이익	516	-56	508	477	-7.5	흑전	485	379	941.5	-20
순이익	265	161	320	286	7.7	78.0	349	214	흑전	-25

자료: S-Oil, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	37,348	36,151	36,151
영업이익	3,405	1,355	1,613	1,458	1,458
세전순이익	2,899	1,132	1,250	1,121	1,309
총당기순이익	2,104	949	925	829	969
지배지분순이익	2,104	949	925	829	969
PER	4.6	8.6	9.8	11.0	9.4
BPS	72,754	77,506	83,770	89,216	95,861
PBR	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
ROE	27.2	10.8	9.8	8.2	9.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	34,860	36,603	37,348	36,151	7.1	-1.2
판매비와 관리비	716	752	774	797	8.1	6.0
영업이익	1,780	1,869	1,613	1,458	-9.4	-22.0
영업이익률	5.1	5.1	4.3	4.0	-0.8	-1.1
영업외손익	-304	-316	-363	-337	적자유지	적자유지
세전순이익	1,476	1,553	1,250	1,121	-15.3	-27.9
지배지분순이익	1,093	1,150	925	829	-15.3	-27.9
순이익률	3.1	3.1	2.5	2.3	-0.7	-0.8
EPS(지배지분순이익)	9,371	9,859	7,934	7,113	-15.3	-27.9

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

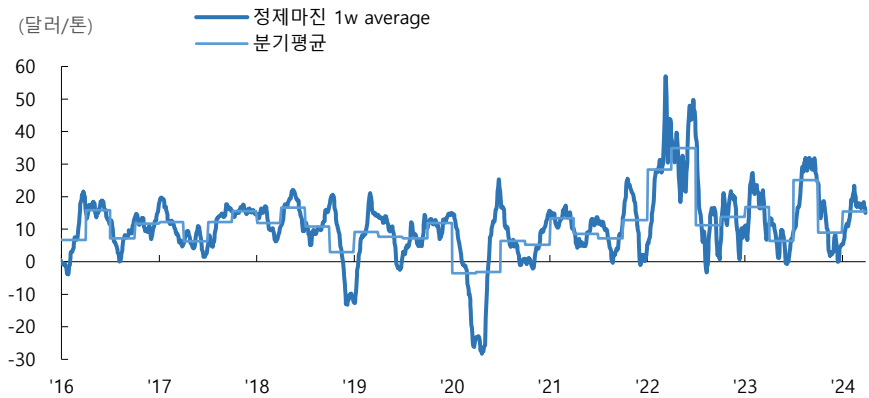
표 1. S-OIL 분기별 이익 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	9,077.6	7,819.6	8,999.6	9,829.9	9,701.6	9,291.0	9,317.5	9,037.8	42,446.0	35,726.7	37,348.0
정유	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,696.9	7,267.1	7,310.8	7,059.8	34,004.9	28,257.2	29,334.6
석유화학	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,259.0	1,301.0	1,299.9	1,284.3	5,025.5	4,384.7	5,144.2
윤활기유	762.5	810.5	676.1	836.3	745.7	722.9	706.9	693.7	3,415.5	3,085.4	2,869.1
영업이익	515.7	36.4	858.9	-56.4	476.8	379.3	392.4	364.5	3,405.2	1,354.6	1,613.0
영업이익률(%)	5.7%	0.5%	9.5%	-0.6%	4.9%	4.1%	4.2%	4.0%	8.0%	3.8%	4.3%
정유	290.6	-292.1	666.2	-311.2	265.9	182.6	192.2	174.4	2,344.3	353.5	815.0
영업이익률(%)	4.0%	-4.9%	9.3%	-4.0%	3.5%	2.5%	2.6%	2.5%	6.9%	1.3%	2.8%
석유화학	29.3	82.0	45.4	33.9	33.2	40.0	40.8	38.1	-49.8	190.6	152.1
영업이익률(%)	2.8%	8.1%	4.0%	2.8%	2.6%	3.1%	3.1%	3.0%	-1.0%	4.3%	3.0%
윤활기유	195.8	246.5	147.2	221.0	177.7	156.7	159.5	151.9	1,110.7	810.5	645.8
영업이익률(%)	25.7%	30.4%	21.8%	26.4%	23.8%	21.7%	22.6%	21.9%	32.5%	26.3%	22.5%
세전이익	354.9	-33.8	737.0	73.6	332.7	272.2	248.5	396.7	2,898.5	1,131.7	1,250.1
지배주주순이익	265.3	-22.4	545.4	160.5	246.2	201.4	183.9	293.6	2,104.4	948.9	925.2
% YoY											
매출액	-2.3	-31.7	-19.1	-7.2	6.9	18.8	3.5	-8.1	54.6	-15.8	4.5
정유	1.4	-35.1	-20.2	-9.1	5.8	21.1	1.6	-9.3	68.4	-16.9	3.8
석유화학	-24.0	-22.5	-3.2	1.4	21.2	28.9	15.6	5.9	7.9	-12.8	17.3
윤활기유	2.8	-8.7	-28.5	-0.5	-2.2	-10.8	4.5	-17.1	30.6	-9.7	-7.0
영업이익	-61.3	-97.9	67.9	적지	-7.5	941.4	-54.3	흑전	59.0	-60.2	19.1
정유	-75.8	적전	745.4	적지	-8.5	흑전	-71.2	흑전	158.2	-84.9	130.6
석유화학	흑전	355.6	-19.1	흑전	13.4	-51.3	-10.1	12.4	적전	흑전	-20.2
윤활기유	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.3	-27.0	-20.3
세전이익	-70.3	적전	흑전	-77.7	-6.3	흑전	-66.3	438.7	54.3	-61.0	10.5
지배주주순이익	-69.5	적전	흑전	-29.9	-7.2	흑전	-66.3	82.9	52.7	-54.9	-2.5
% QoQ											
매출액	-14.3	-13.9	15.1	9.2	-1.3	-4.2	0.3	-3.0			
정유	-15.0	-17.5	20.0	8.1	-1.1	-5.6	0.6	-3.4			
석유화학	-13.1	-2.8	11.5	7.8	3.9	3.3	-0.1	-1.2			
윤활기유	-9.3	6.3	-16.6	23.7	-10.8	-3.0	-2.2	-1.9			
영업이익	흑전	-92.9	2,258.3	적전	흑전	-20.4	3.5	-7.1			
정유	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-31.3	5.2	-9.2			
석유화학	흑전	179.9	-44.6	-25.3	-2.1	20.3	2.1	-6.5			
윤활기유	-30.0	25.9	-40.3	50.1	-19.6	-11.8	1.7	-4.7			
세전이익	7.6	적전	흑전	-90.0	351.8	-18.2	-8.7	59.6			
지배주주순이익	15.9	적전	흑전	-70.6	53.4	-18.2	-8.7	59.6			

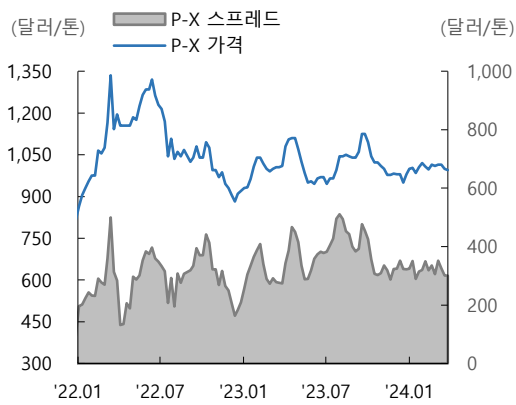
주: 23년 성과급 반영에 따라 실적발표 자료와 사업보고서 상의 4Q23 영업이익 불일치
자료: S-Oil, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 정제마진 추이: 1Q24 평균 15.5달러/배럴, QoQ +72.4%



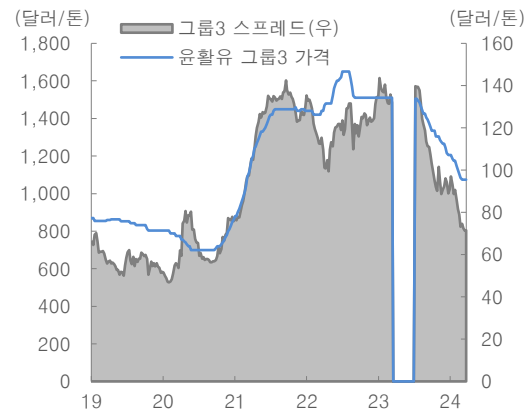
주: 해당 마진은 투입원유 가중평균 및 OSP 값을 고려하지 않은 40일 래깅 기준 정제마진
자료: Petronet, 대신증권 Research Center

그림 2. P-X 가격 및 스프레드 추이



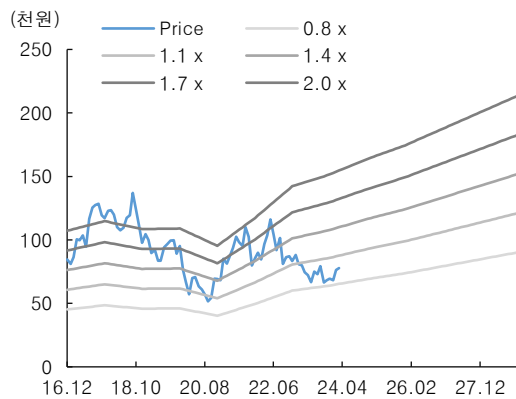
자료:S&P Platts, 대신증권 Research Center

그림 3. 윤활유 그룹3 가격 및 스프레드 추이



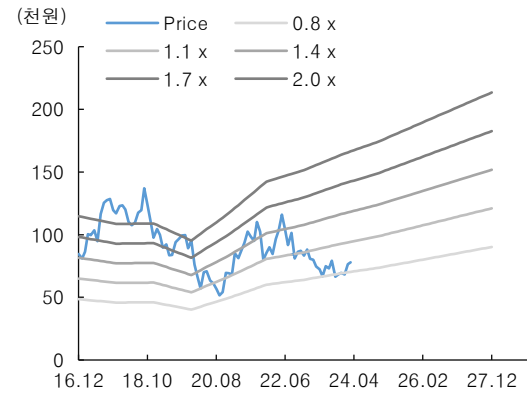
자료: Lubes&Grease, 대신증권 Research Center

그림 4. S-Oil PBR Trailing Band



자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

그림 5. S-Oil PBR Forward Band



자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	37,348	36,151	36,151
매출원가	38,291	33,621	34,961	33,896	33,896
매출총이익	4,155	2,106	2,387	2,255	2,255
판매비와관리비	749	751	774	797	797
영업이익	3,405	1,355	1,613	1,458	1,458
영업이익률	8.0	3.8	4.3	4.0	4.0
EBITDA	4,055	2,074	2,533	2,464	2,541
영업외손익	-507	-223	-363	-337	-148
관계기업손익	0	2	2	2	2
금융수익	432	299	274	263	235
외환관련이익	954	608	423	423	423
금융비용	-757	-500	-554	-516	-300
외환관련손실	605	263	300	300	300
기타	-182	-24	-85	-85	-85
법인세비용차감전순이익	2,899	1,132	1,250	1,121	1,309
법인세비용	-794	-183	-325	-291	-340
계속사업순이익	2,104	949	925	829	969
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,104	949	925	829	969
당기순이익률	5.0	2.7	2.5	2.3	2.7
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	2,104	949	925	829	969
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	2,113	927	903	807	947
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	2,113	927	903	807	947

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	18,047	8,137	7,934	7,113	8,310
PER	46	8.6	9.8	11.0	9.4
BPS	72,754	77,506	83,770	89,216	95,861
PBR	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
EBITDAPS	34,776	17,784	21,723	21,129	21,792
EV/EBITDA	3.3	5.7	5.7	5.9	5.7
SPS	364,016	306,391	320,295	310,032	310,032
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
CFPS	35,198	16,672	21,302	20,708	21,371
DPS	5,500	1,700	1,700	1,700	1,700

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	54.6	-15.8	4.5	-3.2	0.0
영업이익 증가율	59.0	-60.2	19.1	-9.6	0.0
순이익 증가율	52.7	-54.9	-2.5	-10.4	16.8
수익성					
ROC	20.2	8.5	7.9	6.5	6.2
ROA	17.8	6.6	7.1	6.2	6.1
ROE	27.2	10.8	9.8	8.2	9.0
안정성					
부채비율	131.2	138.7	141.4	127.8	118.9
순차입금비율	43.9	42.5	55.7	52.7	48.4
이자보상배율	22.5	5.7	6.4	6.7	0.0

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,206	9,648	9,450	8,801	8,869
현금및현금성자산	1,310	1,963	1,450	1,034	1,102
매출채권 및 기타채권	2,964	2,990	3,095	3,017	3,017
재고자산	4,733	4,639	4,850	4,694	4,694
기타유동자산	198	55	55	55	55
비유동자산	10,407	11,928	14,126	14,901	15,600
유형자산	9,588	11,152	13,354	14,134	14,835
관계기업투자금	36	41	46	51	55
기타비유동자산	783	735	726	717	709
자산총계	19,613	21,576	23,576	23,702	24,469
유동부채	8,213	9,255	9,424	9,280	9,272
매입채무 및 기타채무	4,752	6,074	6,255	6,121	6,121
차입금	1,939	2,142	2,142	2,142	2,142
유동상채무	590	640	640	640	640
기타유동부채	932	398	386	377	369
비유동부채	2,917	3,284	4,384	4,019	4,019
차입금	2,427	2,837	3,937	3,572	3,572
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	490	447	447	447	447
부채총계	11,130	12,539	13,808	13,300	13,292
자배지분	8,483	9,038	9,768	10,403	11,178
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,380	8,107	8,738	9,509
기타지분변동	32	35	38	42	46
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,483	9,038	9,768	10,403	11,178
순차입금	3,726	3,839	5,440	5,482	5,405

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651	2,526	2,220	2,443	2,561
당기순이익	2,104	949	925	829	969
비현금항목의 가감	2,000	995	1,559	1,585	1,523
감가상각비	650	719	920	1,006	1,083
외환손익	148	-35	138	138	138
지분법평가손익	0	-2	0	0	0
기타	1,202	313	500	441	301
자산부채의 증감	-2,132	1,473	275	509	409
기타현금흐름	-321	-891	-539	-480	-340
투자활동 현금흐름	-773	-2,066	-3,103	-1,767	-1,768
투자자산	-208	87	-2	-2	-2
유형자산	-569	-2,165	-3,116	-1,780	-1,780
기타	4	12	14	14	14
재무활동 현금흐름	-1,514	193	819	-646	-281
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	435	0
장기차입금	-819	649	1,100	-800	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-617	-373	-198	-198	-198
기타	-78	-83	-83	-83	-83
현금의 증감	-635	653	-513	-416	68
기초 현금	1,946	1,310	1,963	1,450	1,034
기말 현금	1,310	1,963	1,450	1,034	1,102
NOPLAT	2,472	1,136	1,194	1,079	1,079
FCF	2,522	-333	-1,022	285	362

[Compliance Notice]

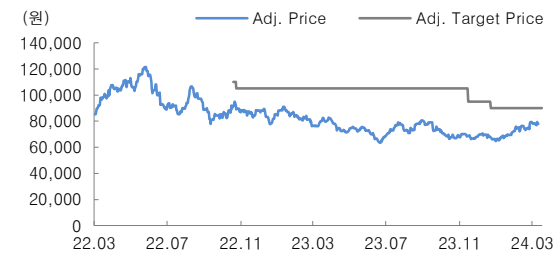
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:위정원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

S-Oil(010950) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.03.29	24.02.05	24.01.09	23.12.02	23.11.11	23.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	90,000	90,000	90,000	95,000	105,000	105,000
과리율(평균%)		(19.89)	(25.68)	(28.16)	(34.10)	(30.72)
과리율(최대/최소%)		(11.78)	(22.44)	(25.68)	(33.14)	(23.14)

제시일자	23.10.04	23.07.31	23.06.26	23.05.11	23.04.28	23.03.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
과리율(평균%)	(30.32)	(30.10)	(32.32)	(30.11)	(21.06)	(20.50)
과리율(최대/최소%)	(23.14)	(23.14)	(28.00)	(28.00)	(13.24)	(13.24)

제시일자	23.02.02	23.01.10	22.11.10	22.11.05		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	105,000	105,000	105,000	110,000		
과리율(평균%)	(19.66)	(17.96)	(18.04)	(14.91)		
과리율(최대/최소%)	(13.24)	(13.24)	(14.48)	(13.73)		

제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240325)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	91.0%	9.0%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상