

S-Oil (010950)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

90,000

유지

현재주가

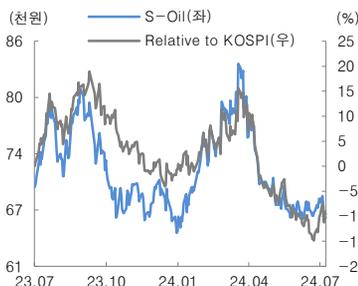
66,400

(24.07.26)

정유업종

KOSPI	2731.9
시가총액	7,657십억원
시가총액비중	0.33%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	83,500원 / 64,700원
120일 평균거래대금	193억원
외국인지분율	77.39%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 6인 63.43%
	국민연금공단 7.30%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.4	-10.3	-2.4	-8.2
상대수익률	1.7	-12.8	-11.4	-12.9



실적은 바닥을 통과

- 화학부문 실적 호조로 2Q 전사차원 OP 1,607억원 컨센서스 부합
- 3Q 정유부문 흑전 가능하겠으나, 정제마진 상승폭은 제한적일 것으로 전망
- 북미 정유설비 가동률 상승에 따른 원유처리량 증가로 재고상승세 지속

투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지

목표주가는 12MF BPS 81,088원에 Target PBR 1.1배 적용. 멀티플은 평균 ROE 7.3%를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 적용

2Q24 Review: 화학부문 호조(QoQ +129%)로 시장기대치 부합

동사의 2Q24 OP 1,607억원(YoY +341.2%, QoQ -64.6%)으로 컨센서스(1,663억)에 부합. 정유부문 2Q 등/경유 마진 하락(각각 QoQ -40%, -38.5%)에 따른 추정 정제마진 QoQ -4.2달러 하락(0.9달러/배럴)하며 -950억 적자전환.

화학부문 OP 1,099억원으로 QoQ +129% 상승하며 가장 큰 상승폭 기록. 휘발유 블렌딩용 화학제품(벤젠/자일렌) 수요 강세에 따른 마진 상승(벤젠 QoQ +15.4%, Mixed Xylene QoQ +2.02%)에 기인. 유회분 OP 1,458억원 QoQ -6.4% 기록. 그룹2 유회기유 판가(873.6달러/톤, QoQ +7.3%)는 상승했으나 그룹3 판가하락(1,108.2달러/톤, QoQ -1.16%)에 따른 스프레드 하락.

3Q24 정제마진 회복 전망하나, 여전히 제한적인 상단

정유부문 3Q 예상 OP 1,154억원으로 흑자전환 가능하겠으나, 추정 정제마진 2.6달러/배럴(QoQ +1.7달러)로 1Q24 정제마진(5.1달러/배럴) 대비 상승폭은 제한적일 것으로 전망. 이는 하반기 수요 상승 대비 공급 증가 개연성이 높아지고 있기 때문. 1) 북미 노후화 설비 폐쇄 중단에 따른 가동률 상승, 2) Dangote 생산설비 Ramp-up에 따른 석유제품 공급량 증가는 하반기 석유제품 수급 부담 요인으로 작용. 2Q24 이후 북미 정유설비 가동률은 90%를 상회하며, 7월 일일 원유처리량은 17.6백만B/D로, 근 5년 내 최대치 달성. 이로 인해 북미 지역 내 석유제품 재고량 역시 4월 이후 상승세 유지하며 현재 5개년 평균치에 근접(6월 232백만배럴, 5개년 평균치 234백만배럴). 최근 주가 조정으로 인해 낮아진 밸류에이션 감안 시 트레이딩 관점에서 접근 권고

(단위: 십억원, %)

구분	2Q23	1Q24	2Q24		3Q24					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정 YoY	QoQ	
매출액	7,820	9,308	9,047	9,571	22.4	2.8	9,551	9,660	7.3	0.9
영업이익	36	454	94	161	341.3	-64.6	166	364	-57	126.7
순이익	-22	166	-37	-21	적지	적전	93	154	-71	흑전

자료: S-Oil, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	37,729	32,164	32,807
영업이익	3,405	1,355	1,325	1,618	1,658
지배지분순이익	2,104	949	560	839	868
BPS	72,754	77,506	80,636	86,162	91,940
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
ROE	27.2	10.8	6.1	8.6	8.4

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	37,121	32,325	37,729	32,164	1.6	-0.5
판매비와 관리비	803	804	803	804	0.0	0.0
영업이익	1,299	1,719	1,325	1,618	2.0	-5.9
영업이익률	3.5	5.3	3.5	5.0	0.0	-0.3
영업외손익	-534	-450	-564	-455	적자유지	적자유지
세전순이익	765	1,269	761	1,162	-0.4	-8.4
지배지분순이익	559	928	560	839	0.1	-9.6
순이익률	1.5	2.9	1.5	2.6	0.0	-0.3
EPS(지배지분순이익)	4,796	7,959	4,800	7,193	0.1	-9.6

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

표 1. 표제목을 입력하세요

(단위: 단위)

	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	9,308.5	9,570.8	9,660.1	9,189.7	8,319.9	7,970.0	7,989.1	7,884.5	35,726.7	37,729.2	32,163.6
정유	7,444.8	7,451.4	7,475.4	7,095.5	6,275.6	5,911.4	5,976.8	6,002.8	28,257.2	29,467.1	24,166.6
석유화학	1,096.8	1,308.5	1,405.9	1,352.8	1,319.1	1,345.2	1,322.9	1,218.6	4,384.7	5,164.0	5,205.8
윤활기유	766.9	810.9	778.9	741.4	725.2	713.4	689.5	663.2	3,085.4	3,098.1	2,791.2
영업이익	454.1	160.7	364.3	346.2	415.1	369.6	422.3	410.5	1,354.6	1,325.3	1,617.5
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	3.8%	3.8%	5.0%	4.6%	5.3%	5.2%	3.8%	3.5%	5.0%
정유	250.4	-95.0	115.4	100.0	154.1	93.4	165.5	189.5	353.5	370.8	602.6
영업이익률(%)	3.4%	-1.3%	1.5%	1.4%	2.5%	1.6%	2.8%	3.2%	1.3%	1.3%	2.5%
석유화학	48.0	109.9	102.6	100.8	102.5	115.7	112.7	86.7	190.6	361.3	417.6
영업이익률(%)	4.4%	8.4%	7.3%	7.4%	7.8%	8.6%	8.5%	7.1%	4.3%	7.0%	8.0%
윤활기유	155.7	145.8	146.3	145.4	158.5	160.5	144.1	134.2	810.5	593.2	597.3
영업이익률(%)	20.3%	18.0%	18.8%	19.6%	21.9%	22.5%	20.9%	20.2%	26.3%	19.1%	21.4%
세전이익	227.2	-40.9	333.7	241.0	217.6	199.9	385.9	359.1	1,131.7	761.1	1,162.5
지배주주순이익	166.2	-21.3	240.8	174.0	157.0	144.3	278.5	259.1	948.9	559.7	839.0
% YoY											
매출액	2.5	22.4	7.3	-6.5	-10.6	-16.7	-17.3	-14.2	-15.8	5.6	-14.8
정유	2.3	24.2	3.8	-8.8	-15.7	-20.7	-20.0	-15.4	-16.9	4.3	-18.0
석유화학	5.6	29.7	25.0	11.6	20.3	2.8	-5.9	-9.9	-12.8	17.8	0.8
윤활기유	0.6	0.0	15.2	-11.3	-5.4	-12.0	-11.5	-10.6	-9.7	0.4	-9.9
영업이익	-11.9	341.2	-57.6	흑전	-8.6	130.0	15.9	18.6	-60.2	-2.2	22.0
정유	-13.8	적지	-82.7	흑전	-38.4	흑전	43.5	89.4	-84.9	4.9	62.5
석유화학	63.8	34.0	126.1	196.9	113.5	5.3	9.8	-13.9	흑전	89.5	15.6
윤활기유	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-27.0	-26.8	0.7
세전이익	-36.0	적지	-54.7	227.3	-4.2	흑전	15.7	49.0	-61.0	-32.7	52.7
지배주주순이익	-37.4	적지	-55.8	8.4	-5.5	흑전	15.7	49.0	-54.9	-41.0	49.9
% QoQ											
매출액	-5.3	2.8	0.9	-4.9	-9.5	-4.2	0.2	-1.3			
정유	-4.3	0.1	0.3	-5.1	-11.6	-5.8	1.1	0.4			
석유화학	-9.5	19.3	7.4	-3.8	-2.5	2.0	-1.7	-7.9			
윤활기유	-8.3	5.7	-3.9	-4.8	-2.2	-1.6	-3.4	-3.8			
영업이익	흑전	-64.6	126.7	-5.0	19.9	-11.0	14.3	-2.8			
정유	흑전	적전	흑전	-13.3	54.1	-39.4	77.2	14.5			
석유화학	41.5	129.0	-6.6	-1.8	1.7	13.0	-2.6	-23.0			
윤활기유	-29.5	-6.4	0.3	-0.6	9.0	1.2	-10.2	-6.8			
세전이익	208.6	적전	흑전	-27.8	-9.7	-8.1	93.1	-7.0			
지배주주순이익	3.5	적전	흑전	-27.8	-9.7	-8.1	93.1	-7.0			

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	37,729	32,164	32,807
매출원가	38,291	33,621	35,601	29,742	30,336
매출총이익	4,155	2,106	2,128	2,422	2,470
판매비와관리비	749	751	803	804	812
영업이익	3,406	1,355	1,325	1,618	1,658
영업이익률	80	38	35	50	51
EBITDA	4,055	2,074	2,245	2,623	2,741
영업외손익	-507	-223	-564	-455	-455
관계기업손익	0	2	3	3	3
금융수익	432	299	280	299	299
외환관련이익	954	608	323	373	373
금융비용	-757	-500	-582	-530	-590
외환관련손실	606	263	300	323	323
기타	-182	-24	-265	-168	-168
법인세비용차감전순손익	2,899	1,132	761	1,162	1,203
법인세비용	-794	-183	-201	-323	-335
계속사업순손익	2,104	949	560	839	868
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,104	949	560	839	868
당기순이익률	50	27	15	26	26
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	2,104	949	560	839	868
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	2,113	927	538	817	846
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
재배분포괄이익	2,113	927	538	817	846

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	18,047	8,137	4,800	7,193	7,443
PER	46	86	139	92	89
BPS	72,754	77,506	80,636	86,162	91,940
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
EBITDAPS	34,776	17,784	19,256	22,499	23,508
EV/EBITDA	33	5.7	6.0	5.0	4.8
SPS	364,016	306,391	323,565	275,835	281,352
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	35,198	16,672	18,159	22,143	23,152
DPS	5,500	1,700	1,700	1,700	1,700

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	546	-15.8	5.6	-14.8	2.0
영업이익 증가율	590	-60.2	-2.2	22.0	2.5
순이익 증가율	52.7	-54.9	-41.0	49.9	3.5
수익성					
ROC	20.2	8.5	6.5	7.1	7.1
ROA	17.8	6.6	5.9	7.0	7.1
ROE	27.2	10.8	6.1	8.6	8.4
안정성					
부채비율	131.2	138.7	147.3	127.9	120.5
순차입금비율	43.9	42.5	62.1	54.8	52.1
이자보상배율	22.5	5.7	4.7	6.1	6.2

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,206	9,648	9,126	7,998	8,035
현금및현금성자산	1,310	1,963	1,052	1,006	919
매출채권 및 기타채권	2,964	2,990	3,119	2,760	2,801
재고자산	4,733	4,639	4,899	4,177	4,260
기타유동자산	198	55	55	55	55
비유동자산	10,407	11,928	14,127	14,904	15,603
유형자산	9,588	11,152	13,354	14,134	14,835
관계기업투자금	36	41	47	53	59
기타비유동자산	783	735	726	717	709
자산총계	19,613	21,576	23,253	22,901	23,639
유동부채	8,213	9,255	9,466	8,835	8,899
매입채무 및 기타채무	4,752	6,074	6,298	5,676	5,748
차입금	1,939	2,142	2,142	2,142	2,142
유동성채무	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	13,850	12,854	12,918
자배지분	8,483	9,038	9,403	10,047	10,721
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,380	7,741	8,382	9,052
기타지분변동	32	35	38	42	46
비재배지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,483	9,038	9,403	10,047	10,721
순차입금	3,726	3,839	5,838	5,510	5,589

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651	2,526	1,923	2,902	2,495
당기순이익	2,104	949	560	839	868
비현금항목의 가감	2,000	995	1,558	1,743	1,832
감가상각비	650	719	920	1,006	1,083
외환손익	148	-35	238	226	226
지분법평가손익	0	-2	0	0	0
기타	1,202	313	400	511	522
자산부채의 증감	-2,132	1,473	244	870	356
기타현금흐름	-321	-891	-438	-550	-561
투자활동 현금흐름	-773	-2,066	-3,104	-1,768	-1,769
투자자산	-208	87	-3	-3	-3
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	-911	-46	-87
기초 현금	1,946	1,310	1,963	1,052	1,006
기말 현금	1,310	1,963	1,052	1,006	919
NOPLAT	2,472	1,136	975	1,167	1,197
FCF	2,522	-333	-1,242	373	480

[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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

S-Oil(010950) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.07.29	24.07.09	24.06.21	24.05.06	24.04.29	24.03.29
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
과리율(평균%)	(25.16)	(20.34)	(19.74)	(18.06)	(17.92)	(17.92)
과리율(최대/최소%)	(23.56)	(7.22)	(7.22)	(7.22)	(7.22)	(7.22)

제시일자	24.02.05	24.01.09	23.12.02	23.11.11	23.10.31	23.10.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	90,000	90,000	95,000	105,000	105,000	105,000
과리율(평균%)	(19.89)	(25.86)	(28.13)	(34.10)	(30.72)	(30.32)
과리율(최대/최소%)	(11.78)	(23.33)	(25.68)	(33.14)	(23.14)	(23.14)

제시일자	23.07.31	23.06.26	23.05.11	23.04.28	23.03.29	23.02.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
과리율(평균%)	(30.10)	(32.32)	(30.11)	(21.06)	(20.50)	(19.66)
과리율(최대/최소%)	(23.14)	(28.00)	(28.00)	(13.24)	(13.24)	(13.24)

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

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240724)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	95.1%	4.9%	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 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상