



S-Oil (010950)

화학/유회의 호조...정유는 단기 전망 흐림

▶Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

Buy (유지)

목표주가(유지): 85,000원

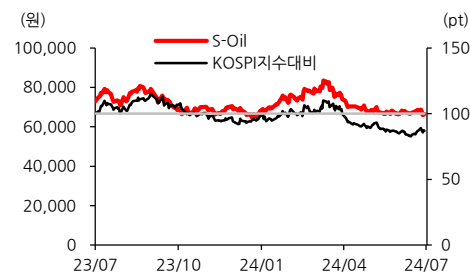
현재 주가(7/26)	66,400원
상승여력	▲28.0%
시가총액	74,755억원
발행주식수	112,583천주
52 주 최고가 / 최저가	83,500 / 64,700원
90 일 일평균 거래대금	160.68억원
외국인 지분율	77.4%
주주 구성	
AramcoOverseasCompanyBV	63.4%
국민연금공단 (외 1 인)	7.3%
김형배 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.4	-10.3	-2.4	-8.2
상대수익률(KOSPI)	1.7	-13.1	-12.6	-13.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	35,727	37,417	35,710	34,948
영업이익	1,355	1,161	1,621	2,094
EBITDA	2,074	1,864	2,308	2,781
지배주주순이익	949	322	560	994
EPS	8,369	2,805	4,915	8,761
순차입금	3,839	4,883	6,504	6,339
PER	8.3	23.7	13.5	7.6
PBR	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.7	6.7	6.1	5.0
배당수익률	2.4	2.5	3.0	3.4
ROE	10.8	3.5	6.0	10.0

주가 추이



2Q24, 정유 부진했지만 화학/유회이 이를 상쇄

2Q24 S-Oil 영업이익은 1,606억원(QoQ -65%, YoY +22%)으로 컨센서스 1,663억원에 부합했다.

1)정유(OP: -950억원, QoQ -3,454억원): 미국 중심의 휘발유 소비 감소와 더불어, 신규 정제설비 가동률이 증가하며 정제마진은 1Q 8.7\$/b → 2Q 1.0\$/b로 급감했다(OSP 고려). 6월 유가반등으로 인해 정유 부문 재고평가이익은 754억원을 기록했다.

2)화학(OP: 1,099억원, QoQ +619억원): 특히 BZ 마진 개선(1Q 313\$/톤 → 2Q 362\$/톤)이 눈에 띈다. Phenol, ABS 등 다운스트림의 견조한 수요 때문에 파악된다. PX 역시 폴리에스터 설비의 가동률 상승 덕분에 견조한 마진 유지되었다.

3) 유회가유(OP: 1,458억원, QoQ -99억원): 원재료 가격 상승에 따라 스프레드는 소폭 감소했으나, 경쟁사 정기보수 및 견조한 수요로 1Q 수준의 실적을 달성했다.

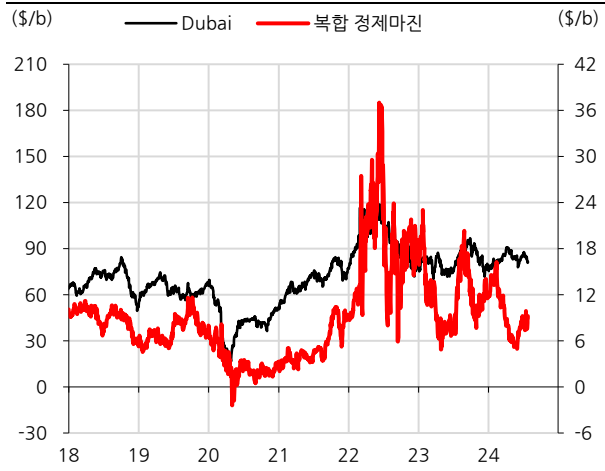
유가 하향 안정화, 크지 않은 성수기 효과

3Q24 S-Oil 실적은 2Q 대비 개선될 것으로 예상하나, 현재 컨센서스 4,053억원에는 미치지 못할 전망이다. 9월 이후 OPEC+는 자발적 감산 규모를 완화할 예정이며, 캐나다/가이아나 등 비OPEC 국가들의 증산도 계속되고 있기에 유가는 점차 하향 안정화될 것으로 예상된다. 따라서 유가 하락에 따른 재고평가손실과 레깅효과가 동사 실적에 부정적으로 작용할 전망이다. 또한, 계절적 성수기임에도 휘발유 마진은 1Q 17.9\$/b → 2Q 13.1\$/톤 → 3Q 12.5\$/톤으로 하락세고 나타나고 있는 점도 아쉽다. E15 허용으로 6~7월 미국 휘발유 수요는 YoY -2% 감소한 반면, 가동률은 93%로 지난해와 유사하기 때문이다

투자의견 Buy, 목표주가 8.5만원 유지

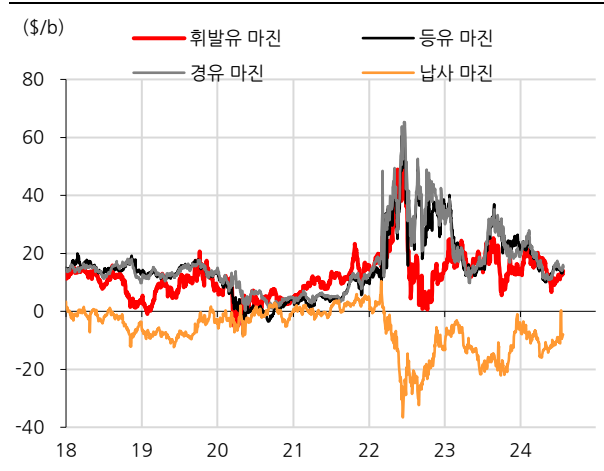
S-Oil에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 8.5만원을 유지한다. 정유부문 단기 전망은 어두우나, PBR 0.8배까지 낮아진 현재 밸류에이션은 이를 반영하고 있다 판단한다. 중국의 '에너지 효율 기준'으로 인한 4만b/d 이하 소형 정유사 폐쇄(현재 Teapot 가동률 49%)와 인도 수요 성장 등 기대 요인도 존재해 현 주가에서 주목할 가치는 충분하다

[그림1] 유가 및 정제마진 추이



자료: Petronet, 한화투자증권 리서치센터

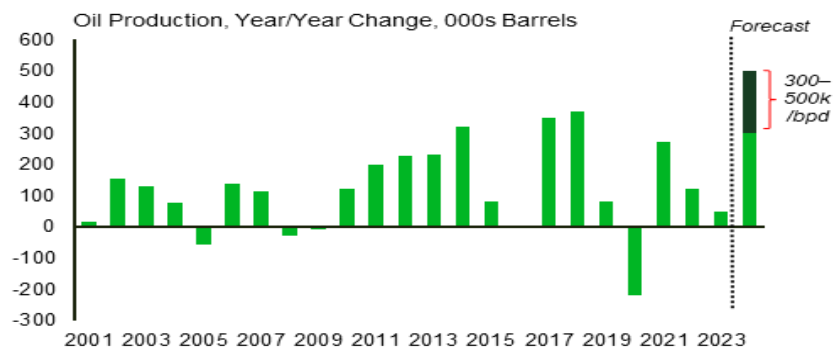
[그림2] 석유제품별 마진 추이



자료: Petronet, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 캐나다 원유 생산량은 TMX 프로젝트 완료로 30~50만 b/d 증가할 수 있을 전망

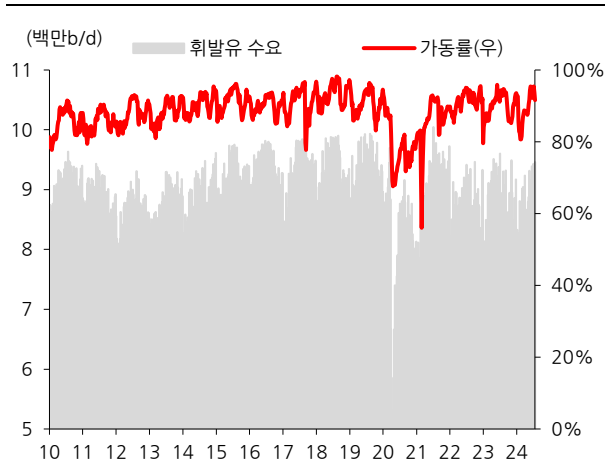
Chart 2: Canadian Oil Production Could Grow at the Fastest Pace on Record in 2024



Source: Canada, Energy Regulator, TD Economics.

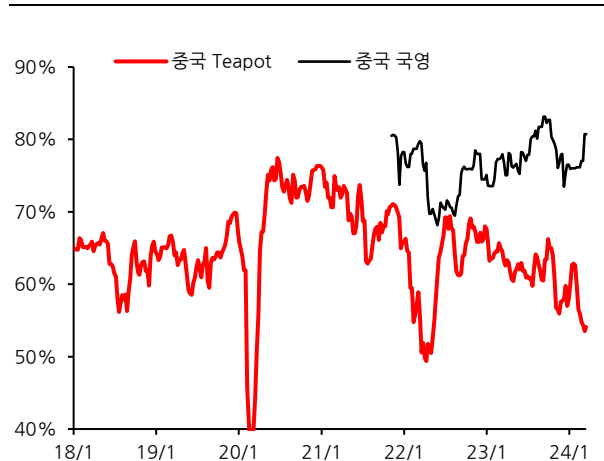
자료: TD Economics, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 미국 휘발유 수요 및 정제설비 가동률 추이



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 중국 정제설비 가동률 수출 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

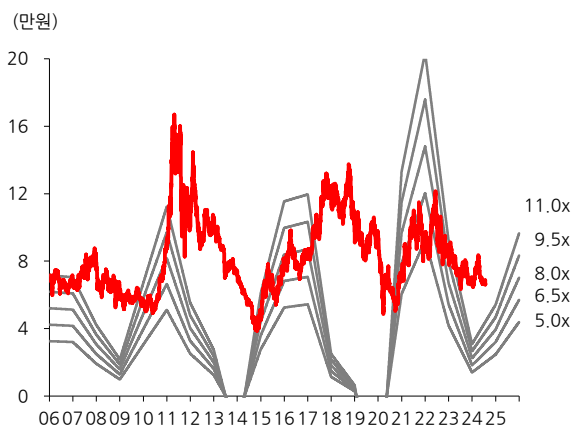
[표1] S-Oil 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	9,308.5	9,570.8	9,345.7	9,192.4	8,944.4	8,876.2	9,011.2	8,877.7	35,727.3	37,417.3	35,709.6
QoQ(%)	-5.3%	2.8%	-2.4%	-1.6%	-2.7%	-0.8%	1.5%	-1.5%			
YoY(%)	2.5%	22.4%	3.8%	-6.5%	-3.9%	-7.3%	-3.6%	-3.4%	-15.8%	4.7%	-4.6%
정유	7,444.8	7,451.4	7,443.0	7,442.8	7,270.9	7,096.0	7,160.6	7,160.9	28,257.2	29,781.9	28,688.4
석유화학	1,096.8	1,308.5	1,079.0	1,024.4	1,013.8	1,056.0	1,073.0	1,018.8	4,384.7	4,508.7	4,161.6
운할기유	766.9	810.9	823.7	725.2	659.7	724.2	777.7	698.0	3,085.4	3,126.7	2,859.6
영업이익	454.1	160.6	293.8	255.2	282.4	416.1	483.6	445.2	1,354.5	1,163.8	1,627.4
OPM(%)	4.9%	1.7%	3.1%	2.8%	3.2%	4.7%	5.4%	5.0%	3.8%	3.1%	4.6%
QoQ(%)	흑전	-64.6%	82.9%	-13.2%	10.7%	47.4%	16.2%	-8.0%			
YoY(%)	-11.9%	341.1%	-65.8%	흑전	-37.8%	159.0%	64.6%	74.5%	-60.3%	-14.1%	39.8%
정유	250.4	-95.0	62.9	48.4	84.8	161.9	217.0	212.6	353.4	266.7	676.3
OPM(%)	3.4%	-1.3%	0.8%	0.7%	1.2%	2.3%	3.0%	3.0%	1.3%	0.9%	2.4%
경제마진(\$/bbl)	11.6	3.5	5.6	5.4	5.1	5.6	6.3	6.2	8.6	6.5	5.8
석유화학	48.0	109.9	88.7	67.2	72.7	112.7	98.4	89.3	190.6	313.9	373.2
OPM(%)	4.4%	8.4%	8.2%	6.6%	7.2%	10.7%	9.2%	8.8%	6.2%	10.0%	13.0%
PX-Spread	342.4	351.3	352.0	353.0	364.1	377.4	398.0	398.7	386.4	349.7	384.5
운할기유	155.7	145.8	142.2	139.5	124.9	141.6	168.2	143.2	810.5	583.3	577.9
OPM(%)	20.3%	18.0%	17.3%	19.2%	18.9%	19.5%	21.6%	20.5%	26.3%	18.7%	20.2%
당기순이익	166.2	-21.3	134.2	42.5	39.1	139.8	192.5	188.8	998.2	321.6	560.3
순이익률(%)	1.8%	-0.2%	1.4%	0.5%	0.4%	1.6%	2.1%	2.1%	2.8%	0.9%	1.6%

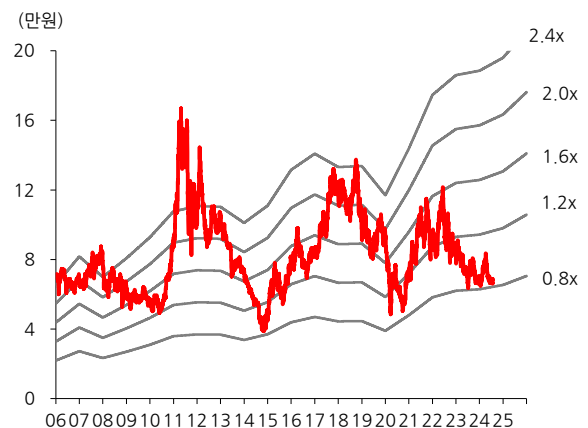
자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] S-Oil 12M 선행 PER 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] S-Oil 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	42,446	35,727	37,417	35,710	34,948
매출총이익	4,155	2,106	1,977	2,404	2,856
영업이익	3,405	1,355	1,161	1,621	2,094
EBITDA	4,055	2,074	1,864	2,308	2,781
순이자손익	-118	-177	-405	-854	-735
외화관련손익	-339	-60	0	0	0
지분법손익	0	2	1	0	0
세전계속사업손익	2,899	1,132	428	766	1,359
당기순이익	2,104	949	322	560	994
지배주주순이익	2,104	949	322	560	994
증가율(%)					
매출액	54.6	-15.8	4.7	-4.6	-2.1
영업이익	59.0	-60.2	-14.3	39.6	29.2
EBITDA	45.2	-48.9	-10.1	23.8	20.5
순이익	52.7	-54.9	-66.1	74.2	77.4
이익률(%)					
매출총이익률	9.8	5.9	5.3	6.7	8.2
영업이익률	8.0	3.8	3.1	4.5	6.0
EBITDA 이익률	9.6	5.8	5.0	6.5	8.0
세전이익률	6.8	3.2	1.1	2.1	3.9
순이익률	5.0	2.7	0.9	1.6	2.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	1,651	2,526	1,693	1,337	1,741
당기순이익	2,104	949	322	560	994
자산상각비	650	719	703	687	687
운전자본증감	-2,132	1,473	435	78	48
매출채권 감소(증가)	-386	-27	-279	98	32
재고자산 감소(증가)	-1,338	209	327	150	49
매입채무 증가(감소)	221	882	595	-201	-66
투자현금흐름	-773	-2,066	-2,791	-2,761	-1,332
유형자산처분(취득)	-569	-2,165	-2,785	-2,740	-1,310
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-6	0	0
투자자산 감소(증가)	-2	0	2	0	0
재무현금흐름	-1,514	193	2,069	-197	-243
차입금의 증가(감소)	-819	649	2,109	0	0
자본의 증가(감소)	-617	-373	-221	-197	-243
배당금의 지급	617	373	221	197	243
총현금흐름	4,104	1,944	1,345	1,259	1,693
(-)운전자본증감(감소)	1,315	-866	-638	-78	-48
(-)설비투자	599	2,186	2,788	2,740	1,310
(+)자산매각	29	18	-2	0	0
Free Cash Flow	2,220	642	-807	-1,404	431
(-)기타투자	1,020	-709	206	21	22
잉여현금	1,201	1,351	-1,013	-1,424	409
NOPLAT	2,472	1,136	873	1,185	1,532
(+) Dep	650	719	703	687	687
(-)운전자본투자	1,315	-866	-638	-78	-48
(-)Capex	599	2,186	2,788	2,740	1,310
OpFCF	1,209	535	-575	-790	957

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,206	9,648	10,620	8,768	8,870
현금성자산	1,494	1,999	2,947	1,325	1,491
매출채권	2,964	2,990	2,870	2,772	2,740
재고자산	4,733	4,639	4,373	4,223	4,174
비유동자산	10,407	11,928	13,913	15,987	16,631
투자자산	713	661	551	572	594
유형자산	9,588	11,152	13,246	15,306	15,936
무형자산	106	116	116	109	101
자산총계	19,613	21,576	24,533	24,755	25,502
유동부채	8,213	9,255	10,103	9,950	9,935
매입채무	4,752	6,074	5,876	5,675	5,609
유동성이자부채	2,609	2,847	3,033	3,033	3,033
비유동부채	2,917	3,284	5,268	5,280	5,291
비유동이자부채	2,611	2,991	4,796	4,796	4,796
부채총계	11,130	12,539	15,371	15,230	15,226
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,380	7,504	7,867	8,618
자본조정	32	35	35	35	35
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	8,483	9,038	9,162	9,525	10,276

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	18,504	8,369	2,805	4,915	8,761
BPS	72,754	77,506	78,572	81,686	88,124
DPS	5,500	1,700	1,690	1,990	2,290
CFPS	35,198	16,672	11,535	10,795	14,519
ROA(%)	11.0	4.6	1.4	2.3	4.0
ROE(%)	27.2	10.8	3.5	6.0	10.0
ROIC(%)	21.6	9.1	6.5	7.9	9.4
Multiples(x, %)					
PER	4.5	8.3	23.7	13.5	7.6
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	2.4	4.2	5.8	6.2	4.6
EV/EBITDA	3.3	5.7	6.7	6.1	5.0
배당수익률	6.6	2.4	2.5	3.0	3.4
안정성(%)					
부채비율	131.2	138.7	167.8	159.9	148.2
Net debt/Equity	43.9	42.5	53.3	68.3	61.7
Net debt/EBITDA	91.9	185.1	261.9	281.9	227.9
유동비율	112.1	104.2	105.1	88.1	89.3
이자보상배율(배)	22.5	5.7	2.7	1.8	2.7
자산구조(%)					
투하자본	84.6	82.7	80.0	89.4	88.8
현금+투자자산	15.4	17.3	20.0	10.6	11.2
자본구조(%)					
차입금	38.1	39.2	46.1	45.1	43.2
자기자본	61.9	60.8	53.9	54.9	56.8

[Compliance Notice]

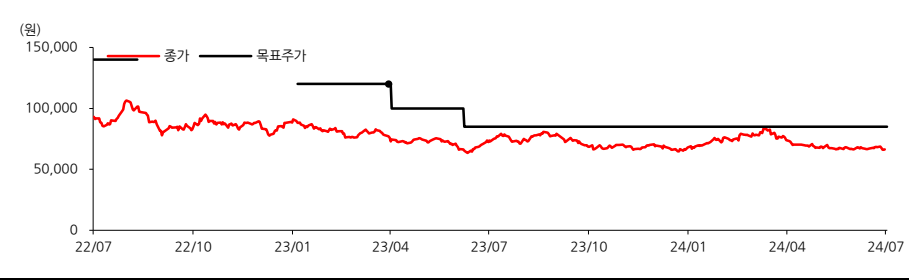
(공표일: 2024년 07월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[S-Oil 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2023.01.31	2023.01.31	2023.04.07	2023.04.28	2023.07.04
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		윤용식	120,000	120,000	100,000	85,000
일시	2023.10.11	2023.10.31	2024.01.17	2024.02.28	2024.02.29	2024.04.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일시	2024.07.29					
투자의견	Buy					
목표가격	85,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.01.31	Buy	120,000	-32.32	-26.42
2023.04.28	Buy	100,000	-27.43	-24.40
2023.07.04	Buy	85,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%