

S-Oil (010950)

단기 조정은 매수 기회

투자 의견	BUY (유지)
목표주가	83,000 원(유지)
현재주가	74,000 원(4/26)
시가총액	8,331 (십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

- 투자 의견 BUY, 목표주가 83,000원 유지. 1Q24 매출액 9.3조원(-5%qoq, +3%yoy), 영업이익 4,541억원(흑전 qoq, -12%yoy), 당기순이익 1,662억원(+4%qoq, -37%yoy)으로 예상 수준의 실적 기록. 정유 사업은 흑자로 전환했는데, 석유 제품 수요 회복으로 복합정제마진이 상승하며 실적 턴어라운드. 국제유가 상승에도 평균 레벨은 전 분기와 유사했으며, 정유 재고 효과는 190억원으로 예상을 하회. 유탄유는 투입 원가 시차에 따른 레깅 효과로 실적이 감소했으며, 화학 사업은 특이사항이 없는 무난한 실적. 순이익은 원/달러 환율 상승으로 환차손 발생해 감소
- 2Q24 매출액 10조원(+10%qoq, +31%yoy), 영업이익 3,236억원(-29%qoq, +789%yoy) 전망. 최근 공급 조절로 인한 원유 근월물 가격 상승으로 원가 부담 발생 지속되고 중국 석유제품 수출 확대로 정제마진 단기 약세 전망. 부정적인 마진 효과(-6달러/배럴)를 재고평가이익이 상쇄하며 수익성 방어 추정. IEA, EIA, OPEC의 석유 수요 전망은 지속 상향되고 있으며, 드라이빙 시즌 돌입으로 마진 반등 가능할 전망. 주가 하락 시 매수 기회로 활용 권고

주가(원,4/26)	74,000
시가총액(십억원)	8,331
발행주식수(천주)	112,583
52주 최고가(원)	84,500
최저가(원)	62,200
52주 일간 Beta	0.75
60일 일평균거래대금(억원)	228
외국인 지분율(%)	79.0
배당수익률(2024F, %)	3.4

주구성(%)	
Aramco (외 7인)	63.4
국민연금공단 (외 1인)	7.3

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-3.1	-7.8	-9.3
절대기준	-6.8	7.7	-2.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	-
목표주가	83,000	83,000	-
영업이익(24)	1,871	1,700	▲
영업이익(25)	2,186	1,872	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	35,727	38,947	37,594	38,045
영업이익	1,355	1,871	2,186	1,967
세전손익	1,132	1,555	1,775	1,554
당기순이익	949	1,358	1,365	1,191
EPS(원)	8,428	12,058	12,127	10,581
증감률(%)	-54.9	43.1	0.6	-12.8
PER(배)	8.3	6.1	6.1	7.0
ROE(%)	10.8	14.1	12.8	10.2
PBR(배)	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	5.7	5.0	4.6	4.6

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 최근 정제마진 하락 원인

- 디젤 스프레드의 하향 조정이 주요 원인 (3월 말 이후)
- 유럽 경유 재고 증가 + 지정학 이슈로 운임 상승
→ 유럽항 물량 운송 제한되며 아시아 내 재고 소진 과정에서 가격에 하락 압력 발생

Q. 정제마진 전망

- 경유: 계절적 5~6월 중국/인도 등 수요국에서 농업 및 건설활동 활발해지며 수요 확대 전망
+ 중국 대규모 정기보수로 공급 조절 예상
- 중간유분: 2Q 중반~여름철 항공유의 견조한 수요가 전체적인 스프레드에 긍정적 작용 전망
- 휘발유: 미국 재고레벨 낮고, 전 지역에서 고른 수요 호조로 하반기로 갈수록 강세 시황 기대

Q. 2차 수출쿼터 예상규모, 수출물량

- 1차 수출쿼터가 소진되고 있어 4월 말~5월 중 2차 쿼터 발행 예상
- 연간 전체 규모는 전년과 유사할 전망
- 중국 수요 증가 추세 + 4~5월 대규모 정기보수로 주요 유종 수출 여력 제한적일 것이라 판단

Q. 액침냉각

- 데이터센터/ESS 등 전방산업의 폭발적 성장 예상
- 적극적 사업 기회 모색 중
- 다양한 시제품 라인 구비 완료, 연내 실증 평가를 통해 성능 검증 예정

Q. 아로마틱 시황 전망

- PX: 2Q 중국 PTA 설비 신규 가동, 가솔린 성수기, 정기보수로 견조한 시황 기대
- 하절기 소비재 수요 증가로 PET, 폴리에스터 수요 개선되는 경향
- 납사가격 하락 및 휘발유 수요 강세 → MX, 톨루엔 등 중간유분의 가솔린 혼합수요 지지 전망
- 벤젠: 2Q 동북아 중대형 NCC 정기보수 집중 + 하절기 가솔린 수요 성수기로 견조한 시황 전망

Q. PP/PO 가동률/시황 전망

- PO: 경제성을 고려해 최대 가동률 유지 중
- PP: 경제성을 고려해서 가동률 탄력적으로 결정 중 (작년 11~12월 정기보수로 가동률 다소 하락)
 - 향후 시황에 따라 점진적 가동률 상향도 검토 중
- 2Q 다운스트림 신증설 지속에 따른 공급 압력 가운데 중국 부양책에 따른 시황 개선 기대
 - 中, '소비재 이구환신(以舊換新) 촉진행동방안' 통해 중고차, 가전제품 교체 유도 (자동차/가전제품 신규수요 40~120조원 추산)
 - 차량 및 가전제품에 사용되는 PP, PO의 수요 개선 가능성 클 것으로 기대

Q. SAF 경제성

- 화석연료기반 제품보다 가격 높게 형성 중이나, 아직 시장 초기 단계
- SAF 설비 투자는 초기 검토 중. 경제성 등 공유는 시기상조이며 시장 발전 속도에 맞춰 투자 계획

Q. 중동 영향

- 당사 제품 수출은 대부분 역내에서 이뤄져 판매에 미치는 영향 제한적
- 확전 가능성 낮은 것으로 판단
- 당사 원유 공급에도 영향 없을 것

Q. 윤활기유 시황 전망

- 2Q 계절적 성수기 도래 + 인도의 견조한 제조업 활동에 따른 안정적 수요 전망
- Group I&II: 재고 빌드업 수요 지속 + 타이트한 공급으로 당분간 강보합세 시황을 전망
- Group III: 높은 생산마진 향유 위해 공급자들이 충분한 공급 지속 중
 - 2Q 정기보수로 공급과잉 상황의 소폭 개선을 전망하나 여전히 공급은 많을 것

Q. 환차손

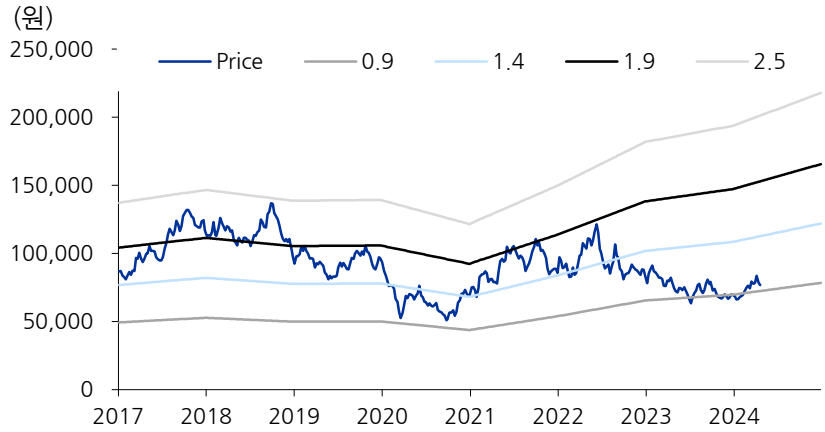
- 따라서, 1Q 중 환차손 1,755억원에 대응하는 영업이익의 '+' 효과를 살펴볼 필요
- 영업이익 효과 +873억원, 순이익 효과는 -882억원

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	39,924	41,613	38,947	37,594	(2.4)	(9.7)
영업이익	1,700	1,872	1,871	2,186	10.1	16.8
영업이익률(%)	4.3	4.5	4.8	5.8	0.5	1.3
EBITDA	2,395	2,604	2,860	3,327	19.4	27.7
EBITDA 이익률(%)	6.0	6.3	7.3	8.8	1.3	2.6
순이익	1,202	1,351	1,358	1,365	13.0	1.1

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 3. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
매출액	9,078	7,820	9,000	9,830	9,308	10,276	9,810	9,554	35,727	38,947	37,594
정유	7,277	6,000	7,199	7,782	7,445	8,438	7,829	7,588	28,257	31,299	29,702
석유화학	1,039	1,009	1,125	1,212	1,097	1,108	1,152	1,175	4,385	4,532	4,577
윤활유	763	811	676	836	767	730	829	791	3,085	3,117	3,315
영업이익	516	36	859	8	454	324	502	592	1,418	1,871	2,186
정유	291	(292)	666	(266)	250	151	252	337	399	990	1,144
석유화학	29	82	45	47	48	49	58	60	204	215	252
윤활유	196	247	147	226	156	123	193	195	816	667	790
OPM(%)	5.7	0.5	9.5	0.1	4.9	3.1	5.1	6.2	4.0	4.8	5.8
정유	4.0	(4.9)	9.3	(3.4)	3.4	1.8	3.2	4.4	1.4	3.2	3.9
석유화학	2.8	8.1	4.0	3.9	4.4	4.4	5.0	5.1	4.6	4.7	5.5
윤활유	25.7	30.4	21.8	27.0	20.3	16.9	23.3	24.7	26.4	21.4	23.8
세전이익	355	(34)	737	74	227	378	540	410	1,132	1,555	1,775
순이익	265	(22)	545	161	166	279	405	507	949	1,358	1,365

자료: S-OIL, 유진투자증권

도표 4. 중국 정제설비 가동과 석유제품 재고

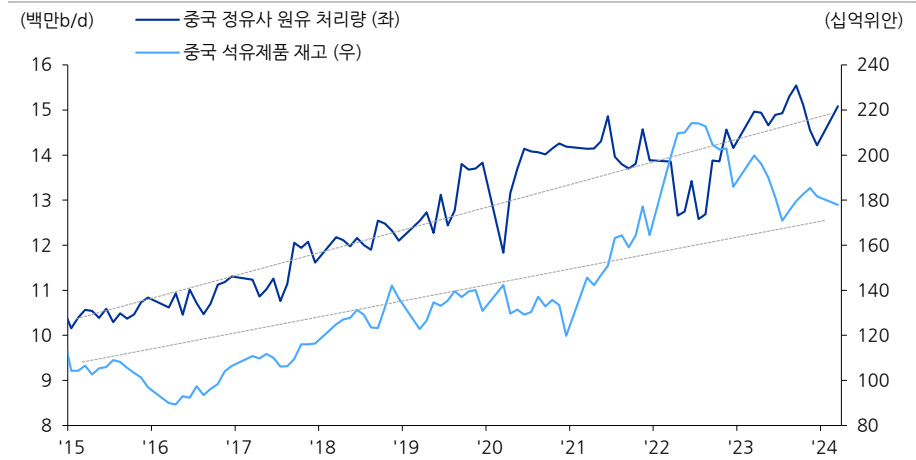


도표 5. 중국 석유제품 수출쿼터 전망

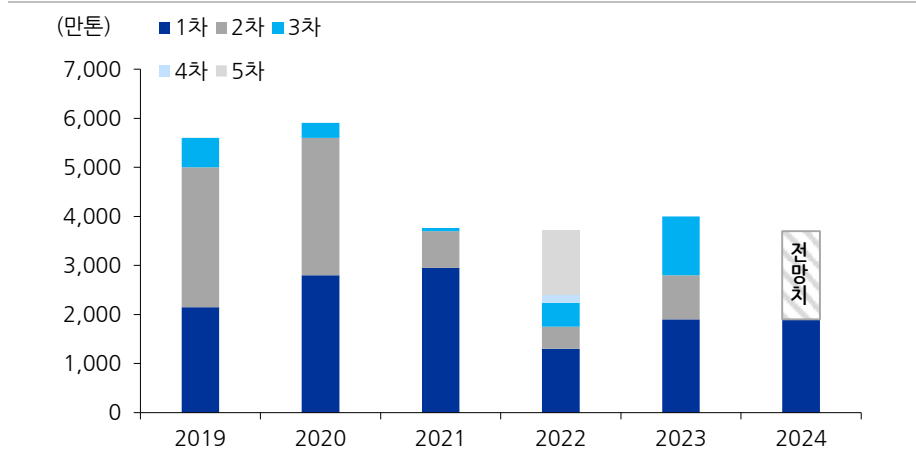


도표 6. 중국 석유제품 재고 변화율 추이

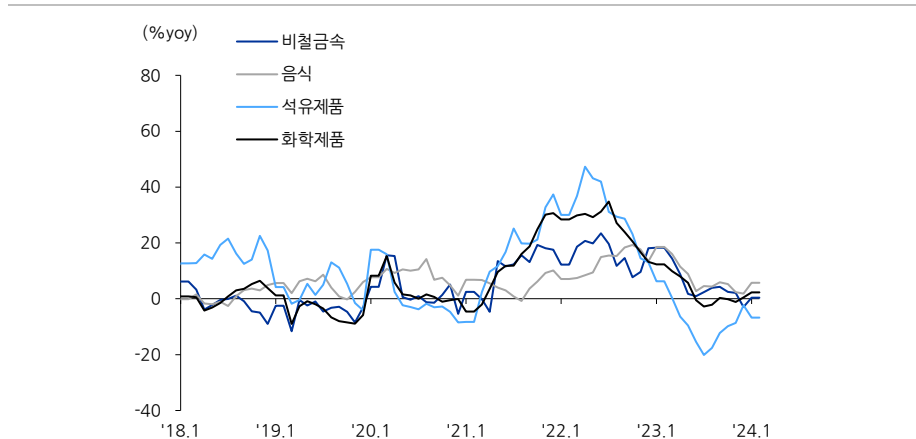
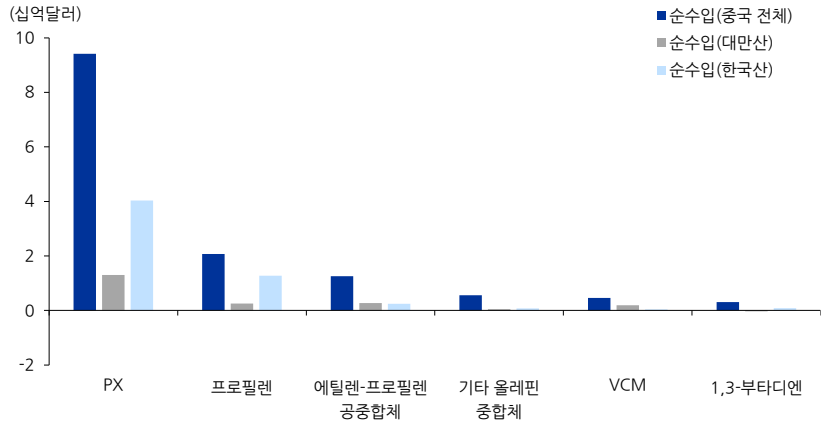
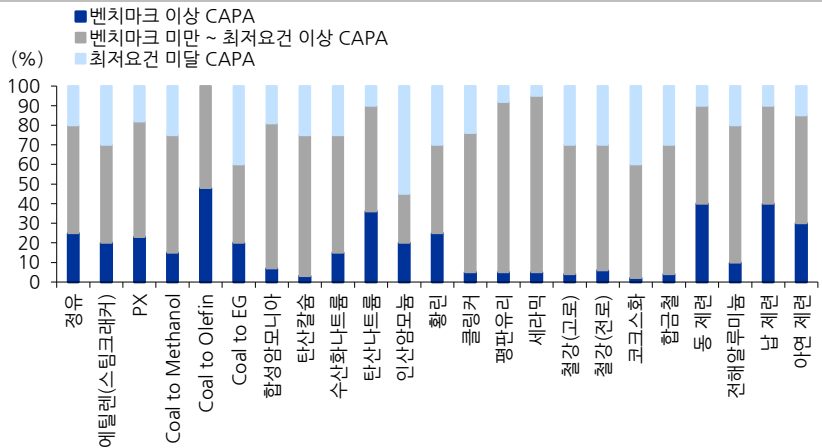


도표 7. 중국 관세감면 중단 품목의 순수입 규모



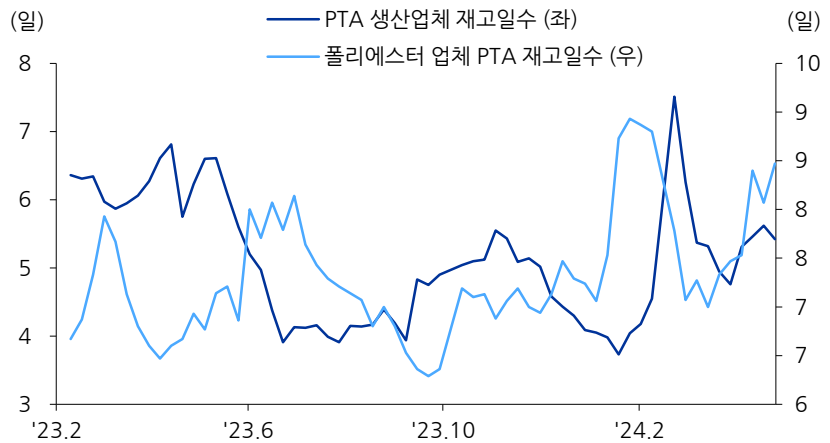
자료: KITA, 유진투자증권

도표 8. 중국 에너지효율 규제 미달 설비 비중: 2025년부터 폐쇄 시작



자료: NDRC, 유진투자증권

도표 9. 중국 PTA 재고일수 추이



자료: Mysteel, 유진투자증권

S-Oil(010950.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	19,613	21,576	23,625	25,393	25,496
유동자산	9,206	9,648	9,487	9,207	9,298
현금성자산	1,494	1,999	1,113	1,124	1,118
매출채권	2,964	2,990	3,245	3,133	3,170
재고자산	4,733	4,639	5,109	4,931	4,990
비유동자산	10,407	11,928	14,139	16,186	16,198
투자자산	713	661	720	695	704
유형자산	9,588	11,152	13,308	15,386	15,393
기타	106	116	110	105	101
부채총계	11,130	12,539	13,467	14,162	13,378
유동부채	8,213	9,255	9,082	8,877	8,945
매입채무	4,752	6,074	5,901	5,696	5,764
유동성이자부채	2,609	2,847	2,847	2,847	2,847
기타	852	333	333	333	333
비유동부채	2,917	3,284	4,386	5,285	4,433
비유동이자부채	2,611	2,991	4,090	4,987	4,132
기타	306	293	296	298	301
자본총계	8,483	9,038	10,158	11,232	12,119
자배지분	8,483	9,038	10,158	11,232	12,119
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,380	8,539	9,613	10,499
기타	32	35	(4)	(4)	(4)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,483	9,038	10,158	11,232	12,119
총차입금	5,220	5,838	6,937	7,834	6,979
순차입금	3,726	3,839	5,824	6,710	5,861

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	1,651	2,526	2,464	3,511	1,445
당기순이익	2,104	949	1,358	1,365	1,191
자산상각비	650	719	988	1,141	1,141
기타비현금성손익	715	(130)	1,016	919	(859)
운전자본증감	(2,132)	1,473	(898)	85	(28)
매출채권감소(증가)	(386)	(27)	(256)	113	(38)
재고자산감소(증가)	(1,338)	209	(469)	178	(59)
매입채무증가(감소)	221	882	(173)	(205)	68
기타	(630)	409	0	0	0
투자현금	(773)	(2,066)	(3,151)	(3,208)	(1,146)
단기투자자산감소	(2)	(0)	0	0	0
장기투자증권감소	0	(3)	(13)	5	(2)
설비투자	(599)	(2,186)	(3,136)	(3,211)	(1,141)
유형자산처분	30	20	0	0	0
무형자산처분	(1)	(2)	(3)	(3)	(3)
재무현금	(1,514)	193	(198)	(292)	(304)
차입금증가	(819)	649	0	0	0
자본증가	(617)	(373)	(198)	(292)	(304)
배당금지급	(617)	(373)	198	292	304
현금 증감	(635)	653	(886)	10	(5)
기초현금	1,946	1,310	1,963	1,077	1,088
기말현금	1,310	1,963	1,077	1,088	1,082
Gross Cash flow	4,104	1,944	3,362	3,425	1,473
Gross Investment	2,904	593	4,049	3,123	1,174
Free Cash Flow	1,201	1,351	(688)	302	299

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	38,947	37,594	38,045
증가율(%)	54.6	(15.8)	9.0	(3.5)	1.2
매출원가	38,291	33,621	36,143	34,382	35,040
매출총이익	4,155	2,106	2,805	3,213	3,006
판매 및 일반관리비	749	751	933	1,027	1,039
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	3,405	1,355	1,871	2,186	1,967
증가율(%)	59.0	(60.2)	38.2	16.8	(10.0)
EBITDA	4,055	2,074	2,860	3,327	3,108
증가율(%)	45.2	(48.9)	37.9	16.3	(6.6)
영업외손익	(506)	(223)	(316)	(411)	(413)
이자수익	33	60	74	27	16
이자비용	151	237	332	371	364
자본법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(388)	(46)	(59)	(67)	(65)
세전순이익	2,899	1,132	1,555	1,775	1,554
증가율(%)	54.3	(61.0)	37.4	14.2	(12.5)
법인세비용	794	183	198	410	363
당기순이익	2,104	949	1,358	1,365	1,191
증가율(%)	52.7	(54.9)	43.1	0.6	(12.8)
지배주주지분	2,104	949	1,358	1,365	1,191
증가율(%)	52.7	(54.9)	43.1	0.6	(12.8)
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	18,692	8,428	12,058	12,127	10,581
증가율(%)	52.7	(54.9)	43.1	0.6	(12.8)
수정EPS(원)	18,692	8,428	11,966	12,023	10,485
증가율(%)	52.7	(54.9)	42.0	0.5	(12.8)

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	18,692	8,428	12,058	12,127	10,581
BPS	72,754	77,506	87,118	96,324	103,929
DPS	5,500	1,700	2,500	2,600	2,700
밸류에이션(배, %)					
PER	4.5	8.3	6.1	6.1	7.0
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.3	5.7	5.0	4.6	4.6
배당수익률	6.6	2.4	3.4	3.5	3.6
PCR	2.4	4.2	2.6	2.5	5.9
수익성(%)					
영업이익률	8.0	3.8	4.8	5.8	5.2
EBITDA이익률	9.6	5.8	7.3	8.8	8.2
순이익률	5.0	2.7	3.5	3.6	3.1
ROE	27.2	10.8	14.1	12.8	10.2
ROIC	21.6	9.1	11.4	10.0	8.5
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	43.9	42.5	57.3	59.7	48.4
유동비율	112.1	104.2	104.5	103.7	104.0
이자보상배율	22.5	5.7	5.6	5.9	5.4
활동성(회)					
총자산회전율	2.2	1.7	1.7	1.5	1.5
매출채권회전율	14.6	12.0	12.5	11.8	12.1
재고자산회전율	10.3	7.6	8.0	7.5	7.7
매입채무회전율	8.5	6.6	6.5	6.5	6.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자이전 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자이전 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

