S-Oil (010950)

실적은 2Q 바닥 통과. Downside 제한적

더 많은 리포트 보기

2024년 7월 26일

배터리/화학/정유 Analyst 전우제
wchun@kbfg.com

투자의견 Buy, 목표주가 8.8만원 (상향)

투자의견 Buy를 유지한다. 2024~26년, 정제 및 윤활 증설이 수요 증가와 유사하거나 적어 회복이 기대되기 때문이다. 목표주가는 8.4만원 → 8.8만원 (Target P/B 1.05배)으로 상향한다. 2024/25년 EPS 추정치를 상향 (+14%/+20%)함에 따라, 2024~33년 가중평균 ROE 9.0% → 9.2%, 12M FWD BVPS 82,324원 → 83,898원으로 변동되었기 때문이다. (P/B-ROE Valuation: WACC 6.4%, COE 8.9%, Beta 0.86, 영구성장률 3.6%)

2Q24 영업이익 1,606억원

2Q24 영업이익은 1,606억원 (-65% QoQ)으로 낮아진 컨센서스 (2,799억원)를 하회했다. ① 정유 (OP -950억원): 정제마진이 1Q 12.7 ($/b) → 2Q 7.0 ($/b)로 급락했으며, 기말 유가도 1Q +6.6 ($/b) 대비 2Q -0.4 ($/b)로 Flat해, 1Q 누렸던 재고/래깅효과가 감소했기 때문이다. 다만, 환율이 1Q 1,329 (원/$) → 2Q 1,368 (원/$)로 지속 상승한 점은 긍정적이다. ② 석유화학 (OP 1,099억원): BZ/PP/PO 회복으로 증익, ③ 윤활기유 (OP 1,458억원): 고가 원재료가 1Q~2Q에 투입되며 일시적으로 실적이 부진했다.

3Q/4Q24 영업이익 2,795억/3,130억원 정유 정상화 (Mid-Down Cycle) 및 윤활유 실적 회복 (고가 원재료 투입 종료)

3Q/4Q24 영업이익은 2,795억/3,130억원으로 회복 추정한다. 하반기 유가는 Flat 예상한다. 불안한 경기 및 OPEC 감산 완화에도 미국 정부에서 79$/b 수준에서 전략비축유를 매입 중이기 때문이다. 7월 말 Mid Cycle (8.9$/b) 수준까지 회복한 정제마진은 Mid-Down Cycle (7~9$/b)로 전망한다. 이미 일부 정유사들은 여름철 무더위를 의식, 가동률 조정이 있었을 것으로 예상하며, 난방유 시즌까지는 4개월 남았다. 석유화학 업체들이 납사 대신 LPG 투입량을 늘리는 점도 Upside 제한 요소다. 윤활기유는 하반기부터 실적 개선이 예상된다. 고가 원재료 투입이 종료되며, 최근 해상 물동량 증가로 윤활유 수요가 증가했기 때문이다. Upside는: 미국 허리케인 시즌 (8~10월)에 대한 우려다. 주요 기관들은 2024년의 Major Hurricane 개수를 4~7개로, 과거 (3.2개) 이상으로 전망하고 있다. 미국 시추/정제 설비 가동 차질 가능성이 있다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	88,000
Dividend yield* (%)	2.6
Total return (%)	35.1
현재가 (7/26, 원)	66,400
Consensus target price (원)	93,235
시가총액 (조원)	7.7

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

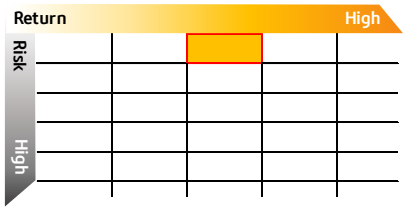
Trading Data

Free float (%)	36.6
거래대금 (3m, 십억원)	16.0
외국인 지분율 (%)	77.4
주요주주 지분율 (%)	Aramco Overseas Company BV 외 6인 63.4 국민연금공단 7.3

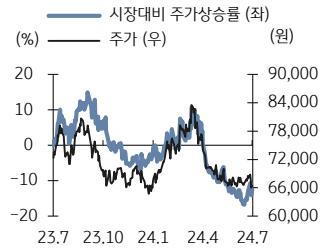
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.5	-10.3	-2.4	-6.2
시장대비 상대수익률	1.5	-13.0	-12.3	-12.8

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance



자료: S-Oil, KB증권

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	35,727	36,886	33,815	33,409
영업이익 (십억원)	1,355	1,207	1,151	1,319
지배주주순이익 (십억원)	949	657	702	824
EPS (원)	8,137	5,635	6,020	7,067
증감률 (%)	-54.9	-30.7	6.8	17.4
P/E (x)	8.6	11.8	11.0	9.4
EV/EBITDA (x)	5.7	6.2	6.2	5.7
P/B (x)	0.9	0.8	0.8	0.8
ROE (%)	10.8	7.1	7.2	8.2
배당수익률 (%)	2.4	2.6	2.6	2.6

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	110,000원 (12M Fwd. P/B 1.3배)
Base-case Scenario (목표주가)	88,000원 (12M Fwd. P/B 1.0배)
현재주가	66,400원
Bear-case Scenario	57,200원 (12M Fwd. P/B 0.7배)

Base-case Scenario: 향후 주가 동인

1) 2024년-25년 유가 70~90달러/배럴 수준
2) 2024년-25년 복합 정제마진 8~10달러/배럴 (중)

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

1) 2024년-25년 유가 70~90달러/배럴 상회
2) 2024년-25년 복합정제마진 10~12달러/배럴(상)

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

1) 2024년-25년 유가 70~90달러/배럴 하회
2) 2024년-25년 복합 정제마진 6~8달러/배럴 (하)

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	36,164	34,289	36,886	33,815	2.0	-1.4
영업이익	1,007	1,045	1,207	1,151	19.9	10.1
지배주주순이익	578	583	657	702	13.7	20.5

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	36,886	33,815	38,088	37,144	-3.2	-9.0
영업이익	1,207	1,151	1,375	1,634	-12.2	-29.6
지배주주순이익	657	702	807	1,053	-18.6	-33.3

자료: S-Oil, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

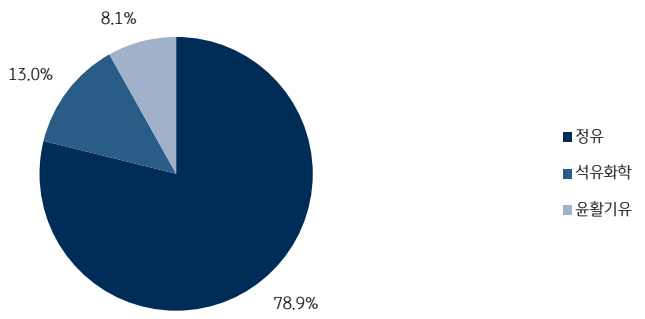
1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
P/B-ROE Valuation

2) 목표주가 산정:
12M Fwd. BVPS 83,898원 x multiple 1.1배
(COE 8.9%, ROE 9.2%, 영구성장률 3.6%)

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
110,000원 ~ 57,200원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션
(12M Fwd. Implied) P/E 15.0배, P/B 1.0배

매출액 구성 (%, 2024E)



자료: S-Oil, KB증권 추정

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
금리 1%p 상승 시	-8.6	-10.8
달러원 환율 10원 상승 시	+1.1	+1.1

PEER 그룹 비교

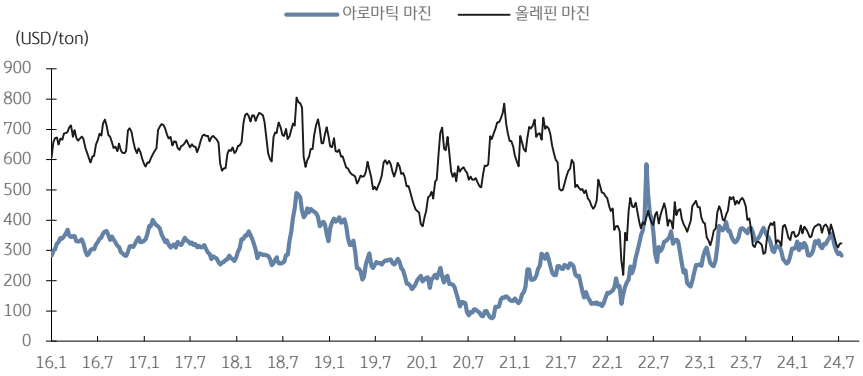
(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
S-Oil	7,657	11.8	11.0	0.8	0.8	6.2	6.2	7.1	7.2	2.6	2.6
Valero Energy Corp	69,720	12.4	11.5	1.9	1.8	7.5	7.2	15.7	16.0	2.7	2.8
Phillips 66	84,737	15.1	10.8	2.0	1.9	9.5	7.8	13.5	17.3	3.1	3.3
Reliance Industries Ltd	337,285	25.9	22.3	2.3	2.1	12.9	11.4	8.7	9.3	0.3	0.3

자료: Bloomberg 컨센서스, S-Oil은 KB증권 추정

그림 1. 정제마진 및 유가

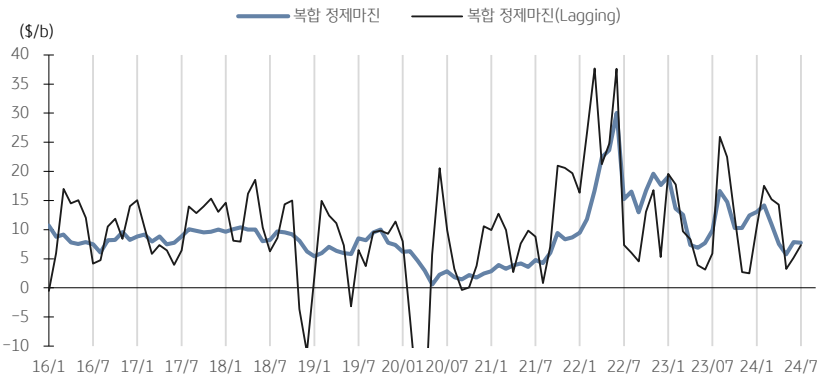
자료: ICIS, KB증권

그림 2. 아로마틱계/올레핀계 마진 추이



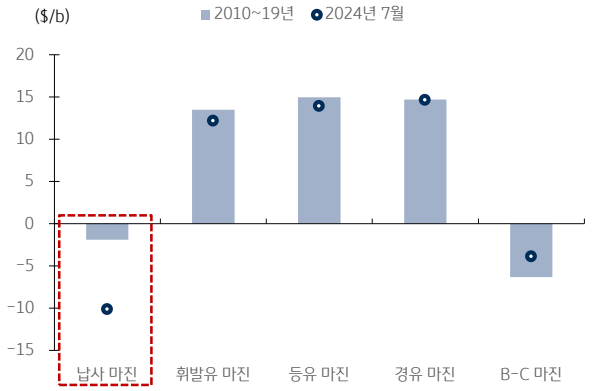
자료: Plaats, 한국무역협회, KB증권

그림 3. 정제마진 추이



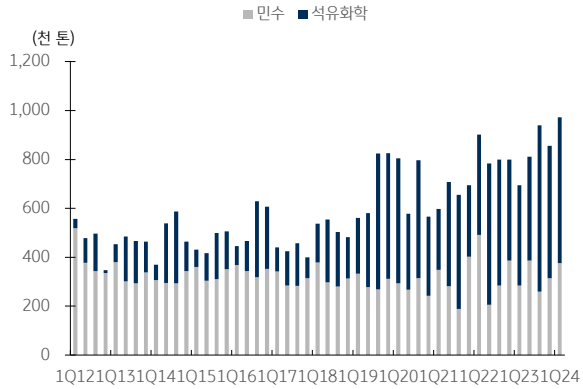
자료: Bloomberg, Petronet, KB증권

그림 4. 정유제품 마진 비교



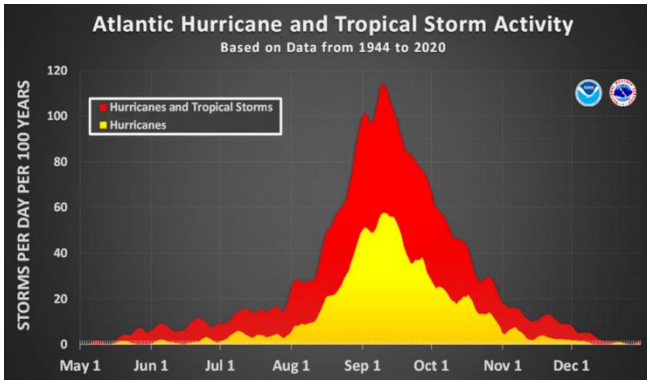
자료: Bloomberg, Petronet, KB증권

그림 5. E1 LPG 판매량 비중: 석유화학용 증가세



자료: Dart, E1, KB증권

그림 6. 미국 허리케인 시즌



자료: NOAA, KB증권

그림 7. 미국 허리케인 전망 (2024)

Source	Date	Named storms	Hurricanes	Major hurricanes
Average (1991–2020)		14.4	7.2	3.2
Record high activity		30	15	7
Record low activity		1	0	0
NOAA	May 23, 2024	17–25	8–13	4–7
TSR	May 30, 2024	24	12	6
CSU	June 11, 2024	23	11	5

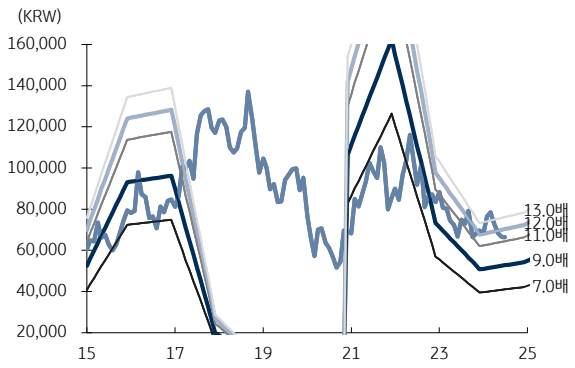
자료: 언론보도 종합, KB증권

표 1. 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	**9,077.6**	**7,819.6**	**8,999.6**	**9,829.9**	**9,308.5**	**9,570.8**	**9,022.9**	**8,983.5**	**42,446.0**	**35,726.7**	**36,885.7**	**33,814.6**
정유	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,444.8	7,451.4	7,099.8	7,095.1	34,004.9	28,257.2	29,091.0	26,711.4
석유화학	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,096.8	1,308.5	1,211.3	1,179.2	5,025.5	4,384.7	4,795.7	4,437.2
윤활기유	762.5	810.5	676.1	835.8	766.9	810.9	711.8	709.3	3,415.5	3,084.9	2,998.9	2,666.1
영업이익	**515.7**	**36.4**	**858.9**	**-56.4**	**454.1**	**160.6**	**279.5**	**313.0**	**3,405.2**	**1,354.6**	**1,207.2**	**1,150.6**
정유	290.6	-292.1	666.2	-311.3	250.4	-95.0	-18.0	52.8	2,346.5	353.4	190.2	219.6
석유화학	29.3	82.0	45.4	33.9	48.0	109.9	105.1	63.1	-48.9	190.6	326.1	222.8
윤활기유	195.8	246.5	147.2	221.0	155.7	145.8	192.5	197.1	1,110.4	810.5	691.0	708.3
영업이익률	**5.7**	**0.5**	**9.5**	**-0.6**	**4.9**	**1.7**	**3.1**	**3.5**	**8.0**	**3.8**	**3.3**	**3.4**
정유	4.0	-4.9	9.3	-4.0	3.4	-1.3	-0.3	0.7	6.9	1.3	0.7	0.8
석유화학	2.8	8.1	4.0	2.8	4.4	8.4	8.7	5.4	-1.0	4.3	6.8	5.0
윤활기유	25.7	30.4	21.8	26.4	20.3	18.0	27.0	27.8	32.5	26.3	23.0	26.6
당기순이익	265.3	-22.4	545.4	160.5	166.2	-21.3	315.8	196.3	**2,104.4**	**948.8**	**657.0**	**702.0**
지배주주순이익	265.3	-22.4	545.4	160.5	166.2	-21.3	315.8	196.3	2,104.4	948.8	657.0	702.0

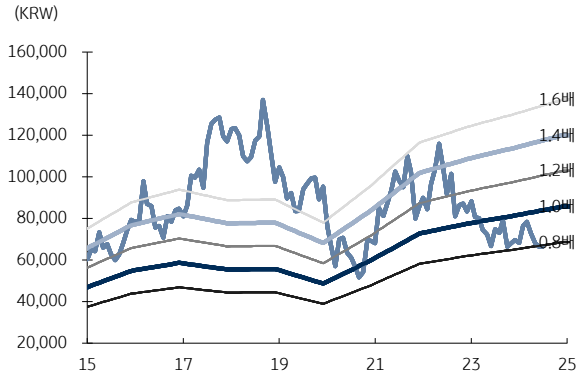
자료: S-Oil, KB증권 추정

그림 8. S-Oil 12개월 선행 P/E 추이



자료: S-Oil, KB증권 추정

그림 9. S-Oil 12개월 선행 P/B 추이



자료: S-Oil, KB증권 추정

표 2. P/B-ROE Valuation: 목표주가 88,000원으로 상향

(배, 원)	2024년 6월 21일	2024년 7월 26일	비고
(A) 자기자본비용 (COE)	**8.9%**	**8.9%**	**A=a+(b x c)**
(a)무위험수익률	3.6%	3.6%	1년 만기 통안채 수익률 90일 평균
(b)시장위험 프리미엄	6.1%	6.1%	WMI500 Total Return - 1년 만기 통안채 Total Return
(c)베타	0.86	0.86	KOSPI 대비 52주 기준 Adjusted 베타
(B) ROE	**9.0%**	**9.2%**	**2024~33년 10개년 가중평균 ROE**
(C) 영구성장률	3.6%	3.6%	30년 만기 국고채 수익률 90일 평균
(D) Target P/B	**1.02**	**1.05**	**D=(B-C)/(A-C)**
(E) 12M FWD BVPS	82,324	83,898	
(F) 목표주가(원)	**84,000**	**88,000**	**F=D x E**
현재주가(원)		66,400	
상승여력		32.5%	

자료: S-Oil, KB증권 추정

표 3. S-Oil ROE

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ROE	16.7%	24.4%	11.0%	5.4%	-5.6%	12.3%	20.5%	18.8%	3.9%	1.0%	-13.1%	21.8%
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
ROE	27.2%	10.8%	7.1%	7.2%	8.2%	13.2%	11.5%	10.5%	9.7%	8.9%	8.3%	7.7%
할인계수		1.00	1.00	0.94	0.88	0.83	0.78	0.73	0.69	0.65	0.61	0.57
가중평균 ROE (2024~33년)			**9.2%**									

자료: S-Oil, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	42,446	35,727	36,886	33,815	33,409
매출원가	38,291	33,621	34,947	32,015	31,449
매출총이익	4,155	2,106	1,939	1,800	1,960
판매비와관리비	749	751	732	649	641
영업이익	3,405	1,355	1,207	1,151	1,319
EBITDA	4,055	2,074	2,050	2,190	2,559
영업외손익	-507	-223	-355	-239	-249
이자수익	31	56	59	62	65
이자비용	151	237	249	261	274
지분법손익	0	2	4	4	4
기타영업외손익	-386	-45	-170	-44	-44
세전이익	2,899	1,132	852	912	1,070
법인세비용	794	183	195	210	246
당기순이익	2,104	949	657	702	824
지배주주순이익	2,104	949	657	702	824
수정순이익	2,104	949	657	702	824

성장성 및 수익성 비율

(%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	54.6	-15.8	3.2	-8.3	-1.2
영업이익 성장률	59.1	-60.2	-10.9	-4.7	14.6
EBITDA 성장률	45.2	-48.9	-1.2	6.9	16.8
지배기업순이익 성장률	52.7	-54.9	-30.8	6.9	17.4
매출총이익률	9.8	5.9	5.3	5.3	5.9
영업이익률	8.0	3.8	3.3	3.4	4.0
EBITDA이익률	9.6	5.8	5.6	6.5	7.7
세전이익률	6.8	3.2	2.3	2.7	3.2
지배기업순이익률	5.0	2.7	1.8	2.1	2.5

현금흐름표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,651	2,526	1,262	1,948	2,002
당기순이익	2,104	949	657	702	824
유무형자산상각비	650	719	843	1,040	1,240
기타비현금손익 조정	1,350	276	347	206	242
운전자본증감	-2,132	1,473	-364	210	-58
매출채권감소 (증가)	-386	-27	-20	131	-36
재고자산감소 (증가)	-1,338	209	-137	269	-75
매입채무증가 (감소)	221	882	87	-230	64
기타운전자본증감	-630	410	-294	41	-11
기타영업현금흐름	-321	-891	-220	-210	-246
투자활동 현금흐름	-773	-2,066	-2,466	-2,783	-2,055
유형자산투자감소 (증가)	-569	-2,165	-2,427	-2,800	-2,050
무형자산투자감소 (증가)	-1	-2	-6	0	0
투자자산감소 (증가)	-208	87	-39	18	-5
기타투자현금흐름	5	14	6	0	0
재무활동 현금흐름	-1,514	193	971	1,006	412
금융부채 증감	-819	649	1,009	1,200	1,200
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-617	-373	-198	-198	-594
기타재무현금흐름	-78	-83	160	4	-194
기타현금흐름	1	0	1	0	0
현금의 증가 (감소)	-635	653	-231	171	359
기말현금	1,310	1,963	1,732	1,903	2,261
잉여현금흐름 (FCF)	1,083	360	-1,165	-853	-49
순현금흐름	136	-115	-1,201	-1,029	-842
순현금 (순차입금)	-3,662	-3,777	-4,979	-6,008	-6,849

자료: S-Oil, KB증권 추정

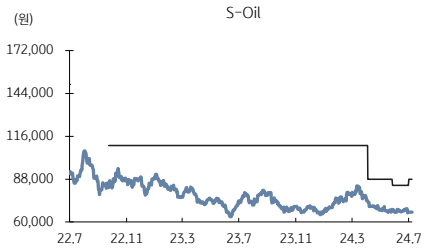
재무상태표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	19,613	21,576	23,217	24,690	25,986
유동자산	9,206	9,648	9,671	9,402	9,883
현금 및 현금성자산	1,310	1,963	1,732	1,903	2,261
단기금융자산	167	32	11	11	11
매출채권	2,304	2,308	2,350	2,220	2,256
재고자산	4,733	4,639	4,837	4,568	4,643
기타유동자산	692	706	741	700	711
비유동자산	10,407	11,928	13,545	15,288	16,103
투자자산	275	304	319	301	306
유형자산	9,588	11,152	12,750	14,519	15,337
무형자산	106	116	115	106	98
기타비유동자산	438	357	362	362	362
부채총계	11,130	12,539	13,720	14,689	15,953
유동부채	8,213	9,255	9,559	9,329	9,393
매입채무	3,172	3,989	4,149	3,918	3,982
단기금융부채	2,529	2,782	3,025	3,025	3,025
기타유동부채	2,512	2,483	2,385	2,385	2,385
비유동부채	2,917	3,284	4,160	5,360	6,560
장기금융부채	2,611	2,991	3,696	4,896	6,096
기타비유동부채	306	293	464	464	464
자본총계	8,483	9,038	9,497	10,001	10,033
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본항목	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄손익누계액	34	37	37	37	37
이익잉여금	6,829	7,380	7,839	8,343	8,374
지배지분 계	8,483	9,038	9,497	10,001	10,033
비지배지분	0	0	0	0	0

주요투자지표

(X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	4.6	8.6	11.8	11.0	9.4
P/B	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
P/S	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	3.3	5.7	6.2	6.2	5.7
EV/EBIT	3.9	8.7	10.5	11.9	11.0
배당수익률	6.6	2.4	2.6	2.6	2.6
EPS	18,047	8,137	5,635	6,020	7,067
BVPS	72,754	77,506	81,446	85,768	86,043
SPS (주당매출액)	364,016	306,391	316,331	289,994	286,516
DPS (주당배당금)	5,500	1,700	1,700	1,700	1,700
배당성향 (%)	30.4	20.9	30.1	28.2	24.0
수익성지표					
ROE	27.2	10.8	7.1	7.2	8.2
ROA	11.0	4.6	2.9	2.9	3.3
ROIC	17.1	8.3	5.8	5.6	5.9
안정성지표					
부채비율	131.2	138.7	144.5	146.9	159.0
순차입비율	43.2	41.8	52.4	60.1	68.3
유동비율	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
이자보상배율 (배)	22.5	5.7	4.9	4.4	4.8
활동성지표					
총자산회전율	2.2	1.7	1.7	1.4	1.3
매출채권회전율	19.9	15.5	15.8	14.8	14.9
매입채무회전율	13.6	10.0	9.1	8.4	8.5
재고자산회전율	10.3	7.6	7.8	7.2	7.3

투자자 고지 사항



KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)

S-Oil (010950)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
22-06-02	Buy	백영찬	150,000	-35.50	
22-10-11	담당자변경	전우제			
22-10-18	Buy	전우제	110,000	-28.06	-13.73
23-10-18	1년 경과 이후			-34.91	-24.09
24-04-29	Buy	전우제	88,000	-22.00	-17.39
24-06-21	Buy	전우제	84,000	-19.92	-18.10
24-07-26	Buy	전우제	88,000		

투자등급 비율 (2024. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
88.7	11.3	-

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.