Company Note
2024. 04. 29

S-Oil (010950)

BUY
TP 110,000원

성수기 Gasoline 중심 마진 개선 전망

Analyst 강동진
02-3787-2228 dongjin.kang@hmsec.com

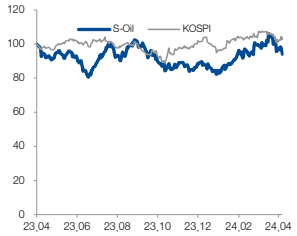
현재주가 (4/26)	74,000원
상승여력	48.6%
시가총액	8,331십억원
발행주식수	112,583천주
자본금/액면가	292십억원/2,500원
52주 최고가/최저가	83,500원/63,400원
일평균 거래대금 (60일)	23십억원
외국인지분율	79.02%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 6 인 63.43%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-6.8	8.8	7.7
상대주가(%p)	-3.3	1.5	-6.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	13,374	11,974	110,000
After	10,394	14,334	110,000
Consensus	12,289	11,799	100,375
Cons. 차이	-15.4%	21.5%	9.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 1Q24 실적은 컨센서스를 하회하는 실적 전망. 예상보다 부진했던 윤활기유 실적
- Diesel / Kero 부진으로 정제마진 하락. 하지만, 가장 비수기. 휘발유 마진 개선 기대
- 국제유가는 급등락하기 어려운 상황으로 판단. 유가 변동성이 높지 않은 것이 동사에 유리
- 중장기 액침냉각 시장 진출 가능성 피력. AI 서버 냉각 수요 고성장 기대

주요이슈 및 실적전망

- 1Q24 실적은 매출액 9.3조원(-5.3% qoq, +2.5% yoy), 영업이익 4,541억원(흑전 qoq, -11.9% yoy) 기록하여 당사 전망 및 시장 컨센서스 하회. 예상보다 윤활기유 실적 부진
- 복합정제마진 양극화 뚜렷. Gasoline 마진 높은 수준 유지하고 있지만, Diesel / Kero 마진 부진. 중국 경기 부진 영향 및 비수기 영향이 교차하는 것으로 판단. 여행 성수기로 접어들면서 항공유 중심 수요 회복 기대
- 최근 지속적인 러시아 정제설비 피격, 중국 및 미국의 낮은 재고 등을 감안하면 성수기 Gasoline 마진 추가 개선 가능성 크다는 판단
- 화학 업황은 Olefin 약세 지속될 것. 하지만, NCC 가동률 하향 등으로 Benzene 강세로 전분기비 개선. 당분간 강세 기조 이어갈 전망. PX는 Gasoline 수요 회복 시 반등 기대
- 중장기 석유제품 시장은 '26년 이후 증설 설비가 대폭 감소함에 따라 정제마진 강세 이어갈 것
- 윤활기유는 장기적으로 AI 서버 액침냉각향 수요가 크게 증가할 가능성 있음. 이는 기존 윤활기유 시황 및 Diesel 수급에도 타이트 요인이 될 수 있을 것. 동사는 장기적으로 액침냉각 시장 진출 가능성 피력

주가전망 및 Valuation

- 최근 정제마진 하향 안정화로 주가 조정 중. 성수기 휘발유 및 항공유 마진 개선 기대

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	42,446	3,405	2,104	4,055	18,504	52.7	4.5	1.1	3.2	27.2	6.6
2023	35,727	1,355	949	2,074	8,369	-54.8	8.3	0.9	5.7	10.8	2.4
2024F	40,504	1,861	1,183	2,589	10,394	24.2	7.1	0.9	5.5	12.4	4.6
2025F	42,004	2,261	1,628	3,022	14,334	37.9	5.2	0.8	5.2	15.3	5.0
2026F	42,105	2,413	1,740	3,274	15,333	7.0	4.8	0.7	4.7	14.6	5.0

** K-IFRS 연결 기준*

〈표1〉 S-Oil 1분기 잠정실적 요약

(단위: 십억원)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	1Q24P	1Q23	4Q23	(YoY)	(QoQ)	1Q24P	대비	1Q24P	대비
매출액	9,308.5	9,077.6	9,829.9	2.5%	-5.3%	9,474.4	-1.8%	9,609.3	-3.1%
영업이익	454.1	515.7	-56.4	-11.9%	흑전	505.3	-10.1%	496.5	-8.5%
영업이익률	4.9%	5.7%	-0.6%	-0.8%p	5.5%p	5.3%	-0.5%p	5.2%	-0.3%p
세전이익	227.2	354.9	73.6	-36.0%	208.6%	468.7	-51.5%	432.5	-47.5%
지배지분순이익	166.2	265.3	160.5	-37.4%	3.5%	375.0	-55.7%	327.3	-49.2%

자료: S-Oil, Fnguide, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결 기준

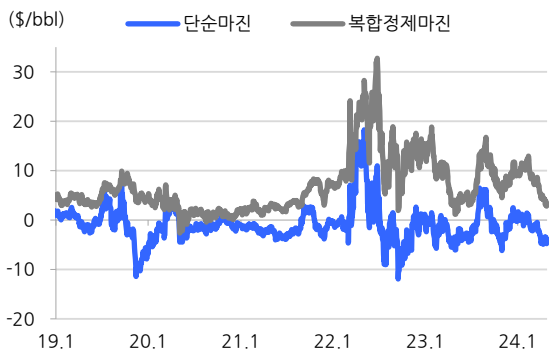
〈표2〉 실적 추정 변경

(단위: 십억원)

	2024F					2025F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	40,504.4	41,500.4	-2.4%	38,830.3	4.3%	42,003.6	42,639.8	-1.5%	38,278.6	9.7%
영업이익	1,860.7	2,066.0	-9.9%	1,969.3	-5.5%	2,260.6	1,929.0	17.2%	1,966.9	14.9%
영업이익률	4.6%	5.0%	-0.4%p	5.1%	-0.5%p	5.4%	4.5%	0.9%p	5.1%	0.2%p
지배지분순이익	1,183.3	1,518.8	-22.1%	1,432.9	-17.4%	1,628.0	1,362.4	19.5%	1,375.8	18.3%

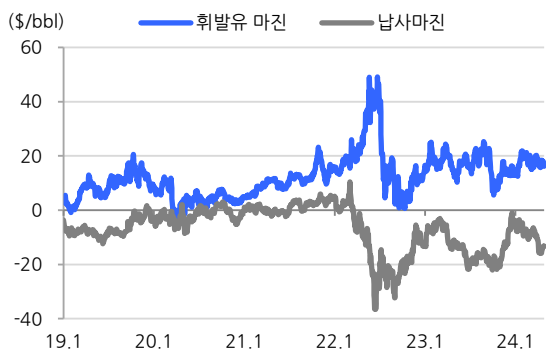
자료: S-Oil, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 복합정제마진 추이



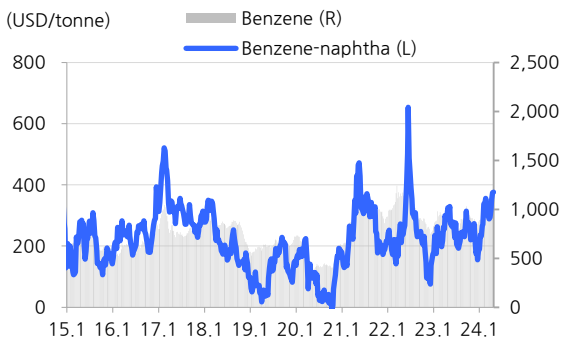
자료: Petronet, 현대차증권

〈그림2〉 Gasoline / Naphtha crack 추이



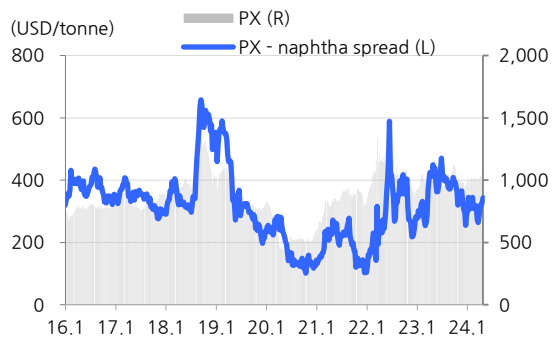
자료: Petronet, 현대차증권

〈그림3〉 Benzene 마진 추이



자료: Cischem, 현대차증권

〈그림4〉 PX 마진 추이



자료: Cischem, 현대차증권

<표3> S-Oil 상세 실적 추이 및 전망

	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F
매출액	**35,727**	**40,504**	**42,004**	**9,078**	**7,820**	**9,000**	**9,830**	**9,309**	**10,029**	**10,628**	**10,539**
% QoQ	-	-	-	-14.3%	-13.9%	15.1%	9.2%	-5.3%	7.7%	6.0%	-0.8%
% YoY	-15.8%	13.4%	3.7%	-2.3%	-31.7%	-19.1%	-7.2%	2.5%	28.3%	18.1%	7.2%
정유	28,257	32,121	33,323	7,277	6,000	7,199	7,782	7,445	7,866	8,436	8,374
% QoQ	-	-	-	-15.0%	-17.5%	20.0%	8.1%	-4.3%	5.7%	7.2%	-0.7%
% YoY	-16.9%	13.7%	3.7%	1.4%	-35.1%	-20.2%	-9.1%	2.3%	31.1%	17.2%	7.6%
석유화학	4,385	4,918	5,119	1,039	1,009	1,125	1,212	1,097	1,262	1,279	1,281
% QoQ	-	-	-	-13.1%	-2.8%	11.5%	7.8%	-9.5%	15.0%	1.4%	0.2%
% YoY	-12.8%	12.2%	4.1%	-24.0%	-22.5%	-3.2%	1.4%	5.6%	25.0%	13.7%	5.7%
윤활기유	3,085	3,465	3,562	762	811	676	836	767	901	913	884
% QoQ	-	-	-	-9.3%	6.3%	-16.6%	23.7%	-8.3%	17.5%	1.3%	-3.1%
% YoY	-9.7%	12.3%	2.8%	2.8%	-8.7%	-28.5%	-0.5%	0.6%	11.2%	35.0%	5.7%
영업이익	**1,355**	**1,861**	**2,261**	**516**	**36**	**859**	**-56**	**454**	**297**	**610**	**500**
% QoQ	-	-		흑전	-92.9%	2259.6%	적전	흑전	-34.6%	105.4%	-18.0%
% YoY	-60.3%	37.4%	21.5%	-61.3%	-97.9%	67.8%	적지	-11.9%	715.8%	-29.0%	흑전
정유	353	927	1,224	291	-292	666	-311	250	56	368	253
% QoQ	-	-	-	흑전	적전	흑전	적전	-180.4%	-77.8%	560.5%	-31.2%
% YoY	-84.9%	162.2%	32.0%	-75.8%	적전	745.4%	적지	-13.8%	-119.1%	-44.8%	-181.3%
석유화학	191	203	222	29	82	45	34	48	52	50	52
% QoQ	-	-	-	흑전	180.2%	-44.6%	-25.3%	41.5%	8.4%	-3.4%	4.3%
% YoY	흑전	6.3%	9.3%	흑전	355.6%	-19.0%	흑전	64.0%	-36.6%	10.6%	54.5%
윤활기유	810	731	815	196	247	147	221	156	189	192	194
% QoQ	-	-	-	-29.9%	25.9%	-40.3%	50.2%	-29.5%	21.5%	1.3%	1.5%
% YoY	-27.0%	-9.8%	11.5%	0.3%	-4.8%	-60.9%	-20.9%	-20.5%	-23.2%	30.2%	-12.0%
영업이익률	**3.8%**	**4.6%**	**5.4%**	**5.7%**	**0.5%**	**9.5%**	**-0.6%**	**4.9%**	**3.0%**	**5.7%**	**4.7%**
정유	1.3%	2.9%	3.7%	4.0%	-4.9%	9.3%	-4.0%	3.4%	0.7%	4.4%	3.0%
석유화학	4.3%	4.1%	4.3%	2.8%	8.1%	4.0%	2.8%	4.4%	4.1%	3.9%	4.1%
윤활기유	26.3%	21.1%	22.9%	25.7%	30.4%	21.8%	26.4%	20.3%	21.0%	21.0%	22.0%
세전이익	**1,132**	**1,499**	**2,035**	**355**	**-34**	**737**	**74**	**227**	**255**	**565**	**452**
% QoQ	-	-		7.7%	적전	흑전	-90.0%	208.6%	12.1%	121.7%	-19.9%
% YoY	-61.0%	32.4%	35.8%	-70.3%	적전	흑전	-77.7%	-36.0%	흑전	-23.4%	514.1%
지배지분순이익	**949**	**1,183**	**1,628**	**265**	**-22**	**545**	**161**	**166**	**204**	**452**	**362**
% QoQ	-	-		15.9%	적전	흑전	-70.6%	3.5%	22.6%	121.7%	-19.9%
% YoY	-54.9%	24.7%	37.6%	-69.5%	적전	흑전	-29.9%	-37.4%	흑전	-17.2%	125.4%

자료: S-Oil, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	40,504	42,004	42,105
증가율 (%)	54.6	-15.8	13.4	3.7	0.2
매출원가	38,291	33,621	37,729	38,794	38,741
매출원가율 (%)	90.2	94.1	93.1	92.4	92.0
매출총이익	4,155	2,106	2,775	3,209	3,363
매출이익률 (%)	9.8	5.9	6.9	7.6	8.0
증가율 (%)	50.1	-49.3	31.8	15.6	4.8
판매관리비	749	751	915	949	951
판관비율(%)	1.8	2.1	2.3	2.3	2.3
EBITDA	4,055	2,074	2,589	3,022	3,274
EBITDA 이익률 (%)	9.6	5.8	6.4	7.2	7.8
증가율 (%)	45.2	-48.9	24.8	16.7	8.3
영업이익	3,405	1,355	1,861	2,261	2,413
영업이익률 (%)	8.0	3.8	4.6	5.4	5.7
증가율 (%)	59.0	-60.2	37.3	21.5	6.7
영업외손익	-507	-225	-362	-225	-237
금융수익	432	299	20	23	15
금융비용	757	500	192	248	252
기타영업외손익	-182	-24	-190	0	0
종속/관계기업관련손익	-0	2	0	0	0
세전계속사업이익	2,899	1,132	1,499	2,035	2,176
세전계속사업이익률	6.8	3.2	3.7	4.8	5.2
증가율 (%)	54.4	-61.0	32.4	35.8	6.9
법인세비용	794	183	315	407	435
계속사업이익	2,104	949	1,183	1,628	1,740
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,104	949	1,183	1,628	1,740
당기순이익률 (%)	5.0	2.7	2.9	3.9	4.1
증가율 (%)	52.6	-54.9	24.7	37.6	6.9
지배주주지분 순이익	2,104	949	1,183	1,628	1,740
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	8	-22	0	0	0
총포괄이익	2,113	927	1,183	1,628	1,740

(단위:십억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,206	9,648	9,906	9,527	10,115
현금성자산	1,310	1,963	1,033	520	1,087
단기투자자산	184	36	39	39	39
매출채권	2,304	2,308	2,635	2,645	2,651
재고자산	4,733	4,639	5,447	5,568	5,581
기타유동자산	675	702	752	755	757
비유동자산	10,407	11,928	14,305	16,944	17,683
유형자산	9,588	11,152	13,529	16,172	16,915
무형자산	106	116	111	107	103
투자자산	139	168	173	173	173
기타비유동자산	574	492	492	492	492
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	19,613	21,576	24,211	26,471	27,798
유동부채	8,213	9,255	9,672	9,698	9,714
단기차입금	1,939	2,142	2,142	2,142	2,142
매입채무	3,172	3,989	4,228	4,244	4,254
유동성장기부채	590	640	640	640	640
기타유동부채	2,512	2,484	2,662	2,672	2,678
비유동부채	2,917	3,284	4,516	5,518	5,519
사채	2,427	2,137	3,137	3,137	3,137
장기차입금	0	700	900	1,900	1,900
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	490	447	479	481	482
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	11,130	12,539	14,188	15,216	15,234
지배주주지분	8,483	9,038	10,023	11,255	12,565
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
자본조정 등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	34	37	37	37	37
이익잉여금	6,829	7,380	8,365	9,597	10,907
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,483	9,038	10,023	11,255	12,565

(단위:십억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	1,651	2,526	1,170	2,284	2,598
당기순이익	2,104	949	1,183	1,628	1,740
유형자산 상각비	644	711	723	757	857
무형자산 상각비	6	8	5	4	4
외환손익	-218	-90	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-2,132	1,473	-741	-106	-4
기타	1,247	-525	0	1	1
투자활동으로인한현금흐름	-773	-2,066	-3,108	-3,400	-1,600
투자자산의 감소(증가)	-4	0	-5	-0	-0
유형자산의 감소	30	20	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-599	-2,186	-3,100	-3,400	-1,600
기타	-200	100	-3	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-1,514	193	1,007	604	-431
차입금의 증가(감소)	0	700	200	1,000	0
사채의증가(감소)	-309	-290	1,000	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-617	-373	-198	-396	-431
기타	-588	156	5	0	0
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-635	653	-931	-512	567
기초현금	1,946	1,310	1,963	1,033	520
기말현금	1,310	1,963	1,033	520	1,087

(단위:원, 배, %)

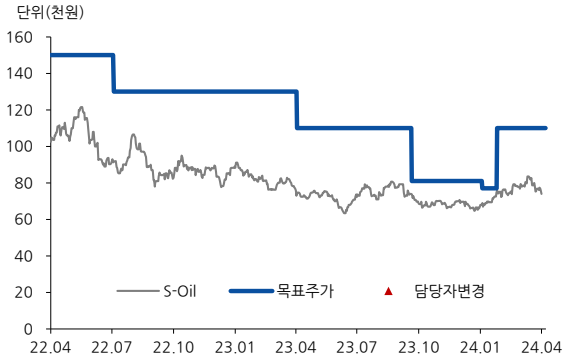
주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	18,504	8,369	10,394	14,334	15,333
EPS(지배순이익 기준)	18,504	8,369	10,394	14,334	15,333
BPS(자본총계 기준)	72,754	77,506	85,956	96,522	107,754
BPS(지배지분 기준)	72,754	77,506	85,956	96,522	107,754
DPS	5,500	1,700	3,400	3,700	3,700
P/E(당기순이익 기준)	4.5	8.3	7.1	5.2	4.8
P/E(지배순이익 기준)	4.5	8.3	7.1	5.2	4.8
P/B(자본총계 기준)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
P/B(지배지분 기준)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(Reported)	3.2	5.7	5.5	5.2	4.7
배당수익률	6.6	2.4	4.6	5.0	5.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	52.7	-54.8	24.2	37.9	7.0
EPS(지배순이익 기준)	52.7	-54.8	24.2	37.9	7.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	27.2	10.8	12.4	15.3	14.6
ROE(지배순이익 기준)	27.2	10.8	12.4	15.3	14.6
ROA	11.0	4.6	5.2	6.4	6.4
안정성 (%)					
부채비율	131.2	138.7	141.6	135.2	121.2
순차입금비율	41.7	40.8	58.0	65.1	53.8
이자보상배율	22.5	5.7	9.7	9.1	9.6

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.10.29	BUY	150,000	-38.64	-28.33
2022.04.29	AFTER 6M	150,000	-30.07	-19.00
2022.07.29	BUY	130,000	-32.03	-18.08
2023.01.29	AFTER 6M	130,000	-37.43	-31.00
2023.04.28	BUY	110,000	-33.27	-26.64
2023.10.16	M.PERFORM	81,000	-15.73	-10.12
2024.01.29	M.PERFORM	77,000	-8.87	-2.86
2024.02.20	BUY	110,000	-29.86	-24.09
2024.04.29	BUY	110,000		

▶ 최근 2년간 S-Oil 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2023.04.01~2024.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	91.3%
보유	14건	8.7%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.