

2024. 4. 8



▲ 이차전지/석유화학

Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **115,000 원**

현재주가 (4.5) **83,500 원**

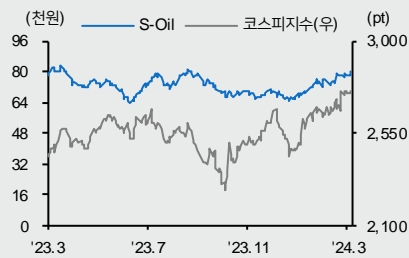
상승여력 **37.7%**

KOSPI	2,714.21pt
시가총액	94,007억원
발행주식수	11,258만주
유동주식비율	36.57%
외국인비중	78.96%
52주 최고/최저가	83,500원/63,400원
평균거래대금	195.7억원

주요주주(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 6	63.43
국민연금공단	7.30

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.7	15.3	2.3
상대주가	10.0	2.1	-5.9

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	27,463.9	2,140.9	1,378.5	12,114	흑전	59,929	7.1	1.4	4.9	21.8	167.5
2022	42,446.0	3,405.2	2,104.4	18,504	52.7	72,754	4.5	1.1	3.3	27.2	131.2
2023	35,726.7	1,354.6	948.9	8,369	-54.8	77,506	8.3	0.9	5.7	10.8	138.7
2024E	37,420.0	2,136.5	1,958.1	17,333	107.1	92,600	4.8	0.9	3.6	19.7	107.6
2025E	36,488.7	2,330.2	2,040.2	18,062	4.2	108,397	4.6	0.8	2.9	17.4	83.9

S-Oil 010950

1Q24 Preview: 비탄력적 정유공급망의 수혜 장기화

- ✓ 1~2Q24 S-Oil 영업이익 컨센서스 지속 상향 중
- ✓ 정유업황은 공급자 우위 강세 장기화가 핵심
- ✓ 타이트한 공급여건에 중동 Risk가 야기하는 공급차질 우려는 P 강세에 반영 중
- ✓ 2~3Q24 영업이익 추정치 상향 가능성 높아, 비중확대 의견 제시

1Q24 Preview: 매출액 9.5조원, 영업이익 5,668억원을 추정

S-Oil은 1Q24 매출액 9.5조원, 영업이익 5,668억원을 전망한다. 현재의 정유업황에 긍정적 변수들을 감안하면 실적 추정치의 추세적 상승을 예상한다. 국제유가 상승 및 정제마진 개선으로 영업이익은 QoQ 흑자 전환될 점이다. 국제유가는 +18% YTD 상승, 정제마진은 +18% QoQ 개선되었다. 특히 휘발유 마진이 +42% YTD, +40% QoQ 개선되었다. 연중으로 휘발유 및 디젤 마진의 추세적 강세를 예상한다. 이는 중동 및 동유럽발 공급차질 Risk가 가중되며 제품별 타이트한 공급 여건이 명확해졌다. 2024년 러시아 정제설비 가동여력 감소(-10%p)와 중동발 물동량 차질 우려가 가중(중동 후티반군의 홍해 선박 공격 이후 물동량 차질 발생)되며 기존 공급 기업들에 협상력 우위, P 강세로 전환 중이다. 연간 국내 정유사들의 이익 추정치 상황을 전망한다.

주가 상승여력 여전히 높아

당사는 S-Oil의 연간 영업이익 2.1조원을 예상한다. 국제유가 변동성 확대 중이나, 견고한 정제마진/유통기유 업황 강세/벤젠 중심으로 석유화학 스프레드 개선 예상된다. 국내 정유/화학 기업 중, 당사는 이익 펀더멘털 기반 주주환원 여력이 높은 기업이다. 설령 배당 등 주주환원 정책에 뚜렷한 변화가 없더라도, 정유업황 강세 장기화에 이익 펀더멘털에 기반한 주가 상승여력을 주목한다. 24~25년 연간 이익 추정치 기준, 동사 적정가치는 PBR 1.2배 적용한 11.5만원이다.

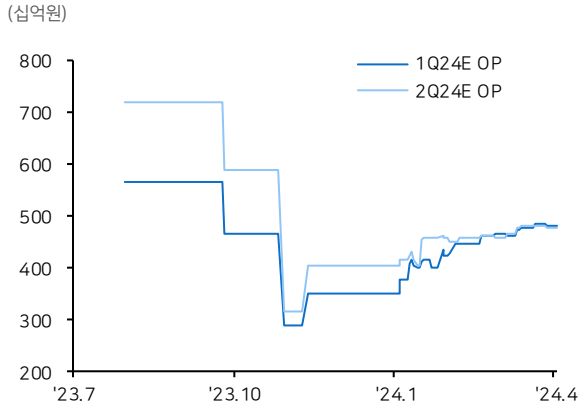
(십억원)	1Q24E	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	9,524.5	9,077.6	4.9	9,829.9	-3.1	9,291.3	2.5
영업이익	566.8	515.7	9.9	-56.4	흑전	482.7	17.4
세전이익	691.3	354.9	94.8	73.6	838.8	473.4	46.0
순이익(지배주주)	518.7	265.3	95.5	160.5	223.1	342.0	51.7
영업이익률(%)	6.0	5.7		-0.6		5.2	
순이익률(%)	0.1	0.1		0.0		3.7	

자료: S-Oil, 1. Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	9,524.5	9,395.0	9,285.9	9,214.7	9,091.0	9,239.6	9,108.3	9,049.7	35,726.7	37,420.0	36,488.7
정유	7,385.4	7,276.7	7,188.3	7,111.0	6,939.2	7,126.0	7,011.5	6,970.7	28,091.6	28,961.4	28,047.5
석유화학	1,403.8	1,436.4	1,432.3	1,423.1	1,416.6	1,431.7	1,431.5	1,427.1	4,589.3	5,695.7	5,706.9
윤활기유	735.3	681.9	665.3	680.6	735.3	681.9	665.3	651.9	3,023.9	2,763.0	2,734.3
영업이익	566.8	501.3	517.7	550.8	532.4	618.2	576.3	603.3	1,354.6	2,136.5	2,330.2
%OP	6.0%	5.3%	5.6%	6.0%	5.9%	6.7%	6.3%	6.7%	3.8%	5.7%	6.4%
정유	434.5	346.9	358.7	381.0	339.9	424.9	371.3	392.2	1,005.4	1,521.1	1,528.3
석유화학	32.1	50.0	46.7	48.8	70.3	83.4	101.0	112.7	232.8	177.5	367.4
윤활기유	100.3	104.4	112.3	120.9	122.2	109.9	104.0	98.5	693.1	437.9	434.6
세전이익	691.3	638.2	672.4	608.6	616.5	713.2	689.8	700.7	1,131.7	2,610.4	2,720.1
순이익(지배주주)	518.7	478.6	504.3	456.4	462.4	534.9	517.3	525.5	948.8	1,958.1	2,040.1
%YoY											
매출액	4.9	20.1	3.2	-6.3	-4.6	-1.7	-1.9	-1.8	-15.8	4.7	-2.5
영업이익	9.9	1,276.4	-39.7	흑전	-6.1	23.3	11.3	9.5	-60.2	57.7	9.1
세전이익	94.8	흑전	-8.8	726.5	-10.8	11.7	2.6	15.1	-61.0	130.7	4.2
순이익(지배주주)	95.5	흑전	-7.5	184.4	-10.9	11.8	2.6	15.1	-54.9	106.4	4.2
%QoQ											
매출액	-3.1	-1.4	-1.2	-0.8	-1.3	1.6	-1.4	-0.6			
영업이익	흑전	-11.6	3.3	6.4	-3.3	16.1	-6.8	4.7			
세전이익	838.8	-7.7	5.4	-9.5	1.3	15.7	-3.3	1.6			
순이익(지배주주)	223.1	-7.7	5.4	-9.5	1.3	15.7	-3.3	1.6			

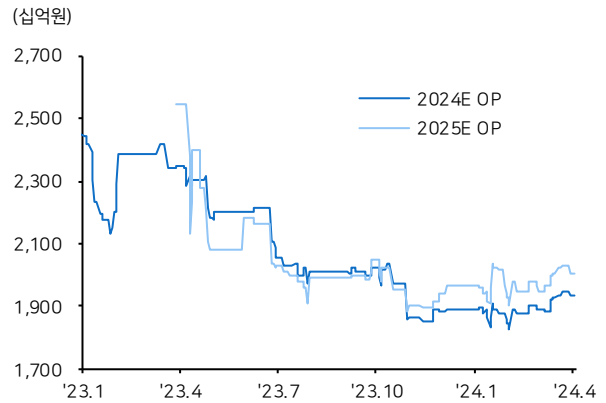
자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

그림1 S-Oil 1Q24 영업이익 컨센서스 추이



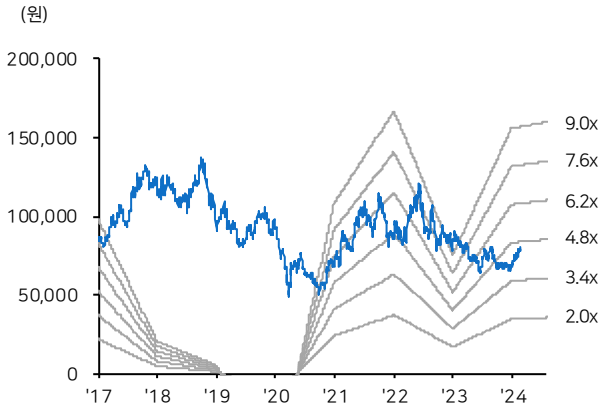
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 S-Oil 연간 영업이익 컨센서스 추이



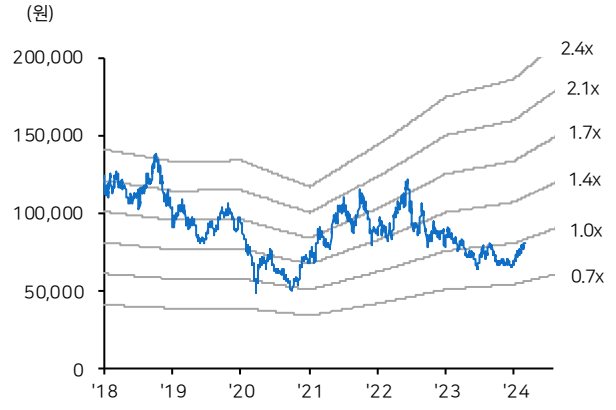
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 S-Oil 12M Fwd PER 밴드 차트



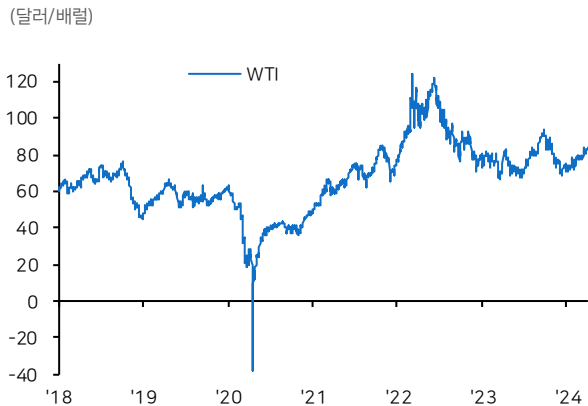
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드 차트



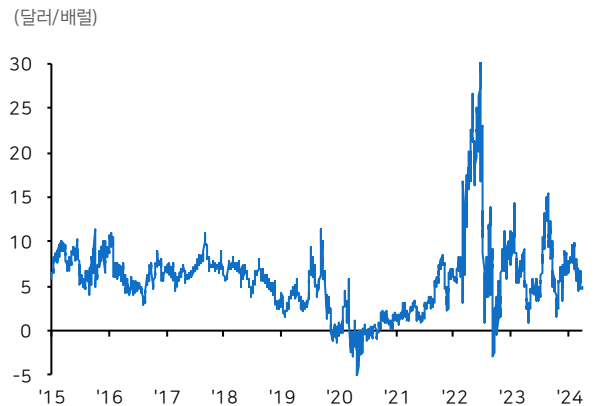
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국제유가 추이



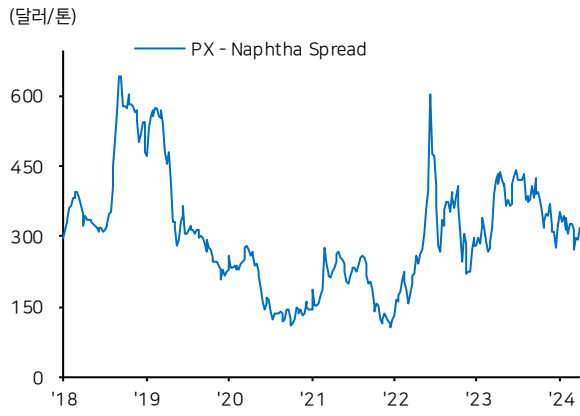
자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림6 싱가포르 정제마진 추이



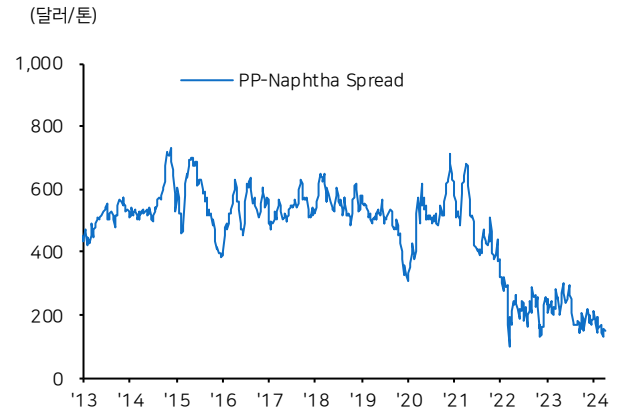
자료: Refinitive, 메리츠증권 리서치센터

그림7 P-X 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림8 PP 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

S-Oil (010950)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	27,463.9	42,446.0	35,726.7	37,420.0	36,488.7
매출액증가율(%)	63.2	54.6	-15.8	4.7	-2.5
매출원가	24,695.2	38,291.4	33,621.0	34,694.4	33,584.1
매출총이익	2,768.7	4,154.6	2,105.8	2,725.6	2,904.6
판매관리비	627.8	749.4	751.2	589.1	574.4
영업이익	2,140.9	3,405.2	1,354.6	2,136.5	2,330.2
영업이익률(%)	7.8	8.0	3.8	5.7	6.4
금융손익	-230.7	-324.1	-201.2	486.9	402.9
중속/관계기업손익	1.8	-0.2	2.3	245.1	13.2
기타영업외손익	-34.0	-182.3	-24.0	-257.8	-26.1
세전계속사업이익	1,878.0	2,898.5	1,131.7	2,610.7	2,720.2
법인세비용	499.5	794.2	182.9	652.7	680.1
당기순이익	1,378.5	2,104.4	948.9	1,958.1	2,040.2
지배주주지분 순이익	1,378.5	2,104.4	948.9	1,958.1	2,040.2

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	8,377.4	9,206.0	9,647.8	10,384.8	11,061.0
현금및현금성자산	1,945.5	1,310.3	1,963.3	3,257.7	4,061.4
매출채권	1,971.0	2,303.6	2,307.6	2,330.8	2,289.1
재고자산	3,545.3	4,733.2	4,639.2	4,762.6	4,677.3
비유동자산	10,315.8	10,407.2	11,928.4	12,027.9	12,180.3
유형자산	9,564.8	9,588.0	11,152.0	11,260.5	11,418.3
무형자산	108.4	106.4	115.6	110.9	106.6
투자자산	134.2	138.5	167.7	163.4	162.3
자산총계	18,693.2	19,613.1	21,576.1	22,412.7	23,241.2
유동부채	8,505.0	8,213.2	9,254.5	8,349.4	7,740.8
매입채무	3,075.8	3,172.4	3,989.5	3,739.8	3,672.9
단기차입금	2,358.9	1,939.1	2,142.5	2,142.5	2,142.5
유동성장기부채	459.9	589.8	639.8	639.8	639.8
비유동부채	3,200.2	2,916.5	3,284.0	3,265.7	2,860.8
사채	2,736.1	2,426.8	2,137.0	2,137.0	2,137.0
장기차입금	0.0	0.0	699.7	699.7	299.7
부채총계	11,705.2	11,129.7	12,538.6	11,615.1	10,601.6
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
기타포괄이익누계액	33.2	33.8	36.8	36.8	36.8
이익잉여금	5,333.7	6,828.5	7,379.6	9,139.6	10,981.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,988.0	8,483.5	9,037.6	10,797.6	12,639.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,477.2	1,651.5	2,525.7	3,025.2	3,448.4
당기순이익(손실)	1,378.5	2,104.4	948.9	1,958.1	2,040.2
유형자산상각비	644.0	643.6	711.5	1,091.5	1,112.2
무형자산상각비	7.8	6.2	7.7	4.7	4.3
운전자본의 증감	-966.7	-2,132.3	1,473.1	135.7	14.5
투자활동 현금흐름	196.6	-773.2	-2,066.1	-948.4	-1,255.1
유형자산의증가(CAPEX)	-272.0	-598.8	-2,185.6	-1,200.0	-1,270.0
투자자산의감소(증가)	-6.7	-4.5	-2.5	249.4	14.4
재무활동 현금흐름	-466.1	-1,514.1	193.2	-782.4	-1,389.6
차입금의 증감	-262.9	-624.5	618.5	-504.1	-901.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,208.1	-635.2	653.0	1,294.4	803.8
기초현금	737.4	1,945.5	1,310.3	1,963.3	3,257.7
기말현금	1,945.5	1,310.3	1,963.3	3,257.7	4,061.4

Key Financial Data

	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	243,944	377,021	317,337	332,378	324,106
EPS(지배주주)	12,114	18,504	8,369	17,333	18,062
CFPS	23,332	36,456	17,268	28,289	32,249
EBITDAPS	24,806	36,018	18,420	28,714	30,615
BPS	59,929	72,754	77,506	92,600	108,397
DPS	3,800	5,500	1,700	1,700	1,700
배당수익률(%)	4.4	6.6	2.4	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	7.1	4.5	8.3	4.8	4.6
PCR	3.7	2.3	4.0	3.0	2.6
PSR	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
PBR	1.4	1.1	0.9	0.9	0.8
EBITDA(십억원)	2,792.8	4,055.0	2,073.8	3,232.7	3,446.8
EV/EBITDA	4.9	3.3	5.7	3.6	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.8	27.2	10.8	19.7	17.4
EBITDA 이익률	10.2	9.6	5.8	8.6	9.4
부채비율	167.5	131.2	138.7	107.6	83.9
금융비용부담률	0.4	0.4	0.7	0.2	0.8
이자보상배율(x)	19.5	22.5	5.7	26.6	8.0
매출채권회전율(x)	17.3	19.9	15.5	16.1	15.8
재고자산회전율(x)	9.6	10.3	7.6	8.0	7.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

