

Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 100,000원

현재가 (7/2) 67,600원

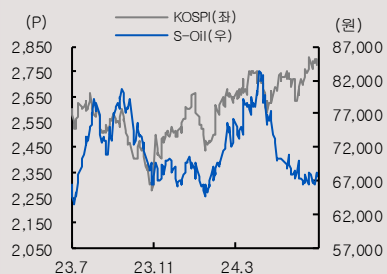
KOSPI (7/2)	2,780.86pt
시가총액	7,798십억원
발행주식수	116,605천주
액면가	2,500원
52주 최고가	83,500원
최저가	63,400원
60일 일평균거래대금	20십억원
외국인 지분율	77.8%
배당수익률 (2024F)	4.1%

주주구성			
Aramco	Overseas	63.43%	
국민연금공단		7.30%	

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-6%	-5%	-7%
절대기준	-1%	-1%	1%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	100,000	115,000	▼
EPS(24)	7,295	15,199	▼
EPS(25)	11,200	3,745	▲

S-Oil 추가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

S-Oil (010950)

예상보다 더딘 드라이빙 시즌 효과

올해 2분기 영업이익, 시장 기대치 하회 전망

S-Oil의 올해 2분기 영업이익은 854억원으로 전 분기 대비 81.2% 하락하며, 시장 기대치 (3,716억원)을 하회할 전망이다. 석유화학/운환기유부문은 견고한 수익성이 유지될 것으로 전망되지만, 정유부문의 실적 둔화에 기인한다. 올해 2분기 정유부문 영업이익은 -1,392억원으로 전 분기 대비 적자전환될 전망이다. 사우디 OSP 인하에 따른 원가 하락에도 불구하고, 유가 하락으로 전 분기 대비 재고관련이익의 감소가 예상되고, 정제마진 또한 미국/유럽 경기 둔화 및 신규 설비들의 램프 업 확대에 의해 약세로 전환되었기 때문이다. 특히 드라이빙 시즌 도래에도 불구하고, 휘발유 크랙이 약세를 기록하고 있다. 미국을 포함한 주요국들은 고금리 장기화에 따른 경기둔화로 운전자들의 주행거리가 GDP 증가율 대비 낮은 수준을 기록하고 있고, 6월 중순 이후 투입 유가 상승으로 생산비용이 증가하였으며, 신규 대규모 정제설비들의 램프 업 확대에 기인한다. 한편 나이지리아의 Dangote 정제설비(65만B/D)는 현재 40~50% 수준의 가동률을 기록하고 있고, 쿠웨이트의 Al-Zour(61.5만B/D)는 램프 업 후 올해 65~70%의 가동률이 예상되며, 사우디의 Jizan(40만B/D)는 올해 초부터 정상 가동에 들어간 점도 역대/외 공급 확대에 영향을 주고 있다.

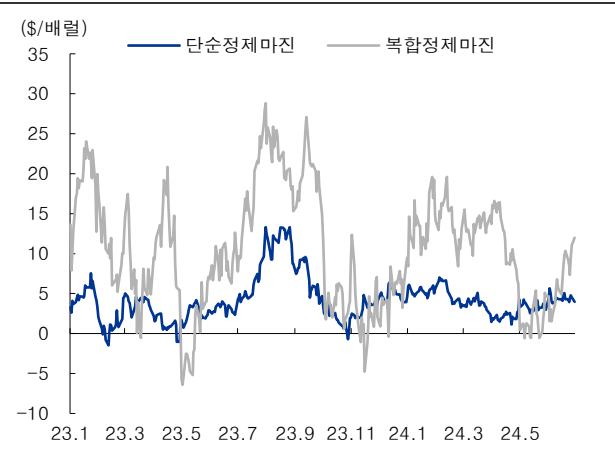
샤힌 프로젝트, 약 30%의 공정률 기록 중

동사의 신규 성장동력인 샤힌 프로젝트는 2026년 상반기 준공을 목표로 현재 약 30%의 공정률을 보이고 있다. 약 9조원이 투입되는 대규모 프로젝트로 내년까지 동사의 순차입금 규모가 확대될 전망이다. 다만 프로젝트 투자금의 약 71%는 자체 현금 창출, 약 29%는 외부조달(최대주주 차입금 9%, 은행 차입/회사채 20%) 등으로 충당할 계획이며, 최대주주 아람코의 전략적 방향성 하에서 재무적 지원이 예상되고, Capex가 2023~2026년에 걸쳐 스프레드되며, 내년 정유/화학 수급 개선으로 인한 견고한 영업현금흐름 발생으로 재무적 안정성은 유지할 것으로 전망된다. 또한 동사의 정유 생산능력은 67만B/D로 아람코의 순 생산능력의 16.3%를 점유하고 있고, 이번 샤힌 프로젝트 진행으로 화학 제품 생산능력이 320만톤 증가하며, 작년 기준 아람코 전체 화학 생산능력 대비 동사의 비중은 9.1%에서 14.5%로 증가할 전망이다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	37,559	37,892	37,927
영업이익	3,405	1,355	1,346	1,981	2,431
세전이익	2,899	1,132	1,105	1,674	2,090
지배주주순이익	2,104	949	851	1,306	1,630
EPS(원)	18,047	8,137	7,295	11,200	13,980
증가율(%)	52.7	-54.9	-10.3	53.5	24.8
영업이익률(%)	8.0	3.8	3.6	5.2	6.4
순이익률(%)	5.0	2.7	2.3	3.4	4.3
ROE(%)	27.2	10.8	9.1	13.1	14.8
PER	4.6	8.6	9.3	6.0	4.8
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.3	5.7	5.7	4.6	3.8

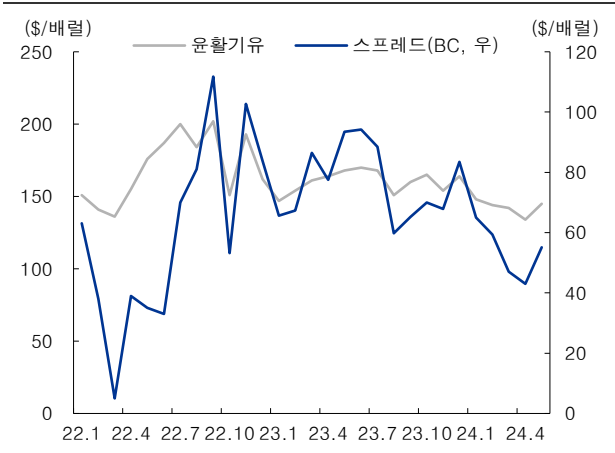
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 싱가포르 정제마진 추이(추정치)



자료: IEA, EIA, 페트로넛, IBK투자증권

그림 2. 국내 유통기유 가격/스프레드 추이



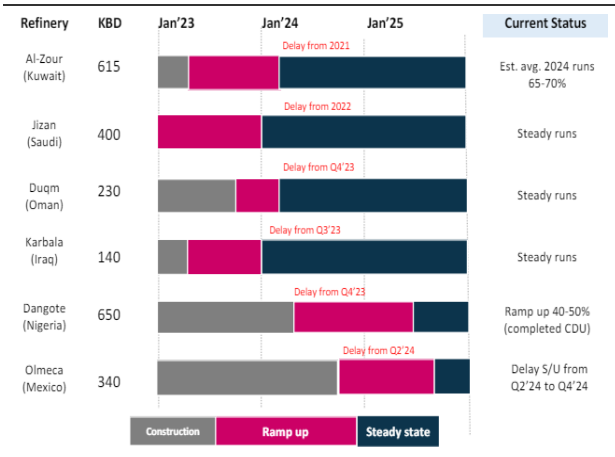
자료: 페트로넛, IBK투자증권

그림 3. 중국 PX/PTA 증설 현황/계획

2023	PX	2024	PX
CNOOC, Daxie	1.6 million mt		No capacity addition
PetroChina, Guangdong	2.6 million mt		
CNOOC, Huizhou	1.5 million mt		
Total	5.7 million mt		
2023	PTA	2024	PTA
Hengli, Huizhou	2.5 million mt	FCFC, Ningbo	1.5 million mt
Tongkun, Jiaxing	2.5 million mt	Sinopec, Yizheng	3 million mt
Hengli, Huizhou	2.5 million mt	Sanfame, Jiangyin	3.2 million mt (Expected Q4)
Yisheng, Hainan	2.5 million mt		
Total	10 million mt	Total	7.7 million mt

자료: APIC, IBK투자증권

그림 4. 주요 신규 정제설비 가동 현황



자료: TO, IBK투자증권

표 1. S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q23E	2021	2022	2023	2024E
매출액	9,078	7,820	9,000	9,830	9,308	9,347	9,254	9,650	27,464	42,446	35,727	37,559
정유	7,277	6,000	7,199	7,782	7,445	7,741	7,699	8,012	20,191	34,005	28,257	30,898
석유화학	1,039	1,009	1,125	1,212	1,097	814	786	877	4,657	5,026	4,385	3,573
유통기유	763	811	676	836	767	791	770	761	2,616	3,416	3,085	3,088
영업이익	516	36	859	-56	454	85	366	440	2,141	3,405	1,355	1,346
%OP	5.7	0.5	9.5	-0.6	4.9	0.9	4.0	4.6	7.8	8.0	3.8	3.6
정유	291	-292	666	-266	250	-139	132	207	1,028	2,347	399	450
석유화학	29	82	45	47	48	67	78	75	277	-49	204	269
유통기유	196	247	147	226	156	158	156	158	1,002	1,110	816	628

자료: S-Oil, IBK투자증권

S-Oil (010950)

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	37,559	37,892	37,927
증가율(%)	54.6	-15.8	5.1	0.9	0.1
매출원가	38,291	33,621	35,414	35,103	34,688
매출총이익	4,155	2,106	2,145	2,789	3,239
매출총이익률(%)	9.8	5.9	5.7	7.4	8.5
판매비	749	751	798	808	809
판매비율(%)	1.8	2.1	2.1	2.1	2.1
영업이익	3,405	1,355	1,346	1,981	2,431
증가율(%)	59.0	-60.2	-0.6	47.1	22.7
영업이익률(%)	8.0	3.8	3.6	5.2	6.4
순금융손익	-324	-201	-211	-261	-295
이자손익	-120	-181	-220	-257	-291
기타	-204	-20	9	-4	-4
기타영업외손익	-182	-24	-31	-45	-45
중속/관계기업손익	0	2	1	0	0
세전이익	2,899	1,132	1,105	1,674	2,090
법인세	794	183	254	368	460
법인세율	27.4	16.2	23.0	22.0	22.0
계속사업이익	2,104	949	851	1,306	1,630
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,104	949	851	1,306	1,630
증가율(%)	52.7	-54.9	-10.3	53.5	24.8
당기순이익률(%)	5.0	2.7	2.3	3.4	4.3
지배주주당기순이익	2,104	949	851	1,306	1,630
기타포괄이익	8	-22	0	0	0
총포괄이익	2,113	927	851	1,306	1,630
EBITDA	4,055	2,074	2,270	3,047	3,575
증가율(%)	45.2	-48.9	9.5	34.2	17.3
EBITDA마진율(%)	9.6	5.8	6.0	8.0	9.4

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	18,047	8,137	7,295	11,200	13,980
BPS	72,754	77,506	82,059	89,264	99,249
DPS	5,500	1,700	2,750	2,750	2,750
밸류에이션(배)					
PER	4.6	8.6	9.3	6.0	4.8
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.3	5.7	5.7	4.6	3.8
성장성지표(%)					
매출증가율	54.6	-15.8	5.1	0.9	0.1
EPS증가율	52.7	-54.9	-10.3	53.5	24.8
수익성지표(%)					
배당수익률	6.6	2.4	4.1	4.1	4.1
ROE	27.2	10.8	9.1	13.1	14.8
ROA	11.0	4.6	3.7	5.2	5.9
ROIC	19.0	7.8	6.3	8.3	9.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	131.2	138.7	154.7	152.3	147.7
순차입금 비율(%)	43.4	42.0	54.4	59.7	49.9
이자보상배율(배)	22.5	5.7	5.0	6.4	6.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	19.9	15.5	15.1	14.6	14.7
재고자산회전율	10.3	7.6	7.3	6.9	7.0
총자산회전율	2.2	1.7	1.6	1.5	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,206	9,648	10,824	10,796	12,535
현금및현금성자산	1,310	1,963	1,870	2,256	3,680
유가증권	151	11	0	0	0
매출채권	2,304	2,308	2,657	2,535	2,628
재고자산	4,733	4,639	5,582	5,325	5,522
비유동자산	10,407	11,928	13,548	15,461	16,134
유형자산	9,588	11,152	12,921	14,864	15,528
무형자산	106	116	113	105	97
투자자산	139	168	138	134	137
자산총계	19,613	21,576	24,372	26,257	28,669
유동부채	8,213	9,255	10,350	9,918	10,248
매입채무및기타채무	3,172	3,989	4,777	4,556	4,725
단기차입금	1,939	2,142	2,131	2,033	2,108
유동성장기부채	590	640	970	970	970
비유동부채	2,917	3,284	4,453	5,931	6,848
사채	2,427	2,137	2,096	2,096	2,096
장기차입금	0	700	1,876	3,376	4,276
부채총계	11,130	12,539	14,803	15,849	17,096
지배주주지분	8,483	9,038	9,568	10,409	11,573
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	34	37	37	37	37
이익잉여금	6,829	7,380	7,910	8,750	9,914
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,483	9,038	9,568	10,409	11,573
비이자부채	5,990	6,766	7,730	7,374	7,646
총차입금	5,140	5,773	7,073	8,475	9,450
순차입금	3,678	3,799	5,203	6,219	5,770

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651	2,526	974	2,581	2,702
당기순이익	2,104	949	851	1,306	1,630
비현금성 비용 및 수익	2,000	995	1,155	1,372	1,485
유형자산감가상각비	644	711	914	1,057	1,136
무형자산상각비	6	8	10	9	8
운전자본변동	-2,132	1,473	-725	160	-122
매출채권등의 감소	-386	-27	-326	123	-94
재고자산의 감소	-1,338	209	-882	258	-197
매입채무등의 증가	221	882	715	-220	168
기타 영업현금흐름	-321	-891	-307	-257	-291
투자활동 현금흐름	-773	-2,066	-2,613	-2,995	-1,892
유형자산의 증가(CAPEX)	-599	-2,186	-2,682	-3,000	-1,800
유형자산의 감소	30	20	3	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-2	-6	0	0
투자자산의 감소(증가)	-140	137	133	5	-4
기타	-63	-35	-61	0	-88
재무활동 현금흐름	-1,514	193	1,544	800	613
차입금의 증가(감소)	-819	649	1,176	1,500	900
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-695	-456	368	-700	-287
기타 및 조정	1	0	2	0	1
현금의 증가	-635	653	-93	386	1,424
기초현금	1,946	1,310	1,963	1,870	2,256
기말현금	1,310	1,963	1,870	2,256	3,680

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

투자이견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자이견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2023.07.01~2024.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	134	87
Trading Buy (중립)	16	10.4
중립	4	2.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

S-Oil	추천일자	투자이견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
				2022.08.30	매수
	2022.10.28	매수	120,000	-25.48	-23.42
	2022.11.07	매수	126,000	-33.59	-25.48
	2023.04.28	매수	105,000	-31.46	-23.14
	2024.04.03	매수	115,000	-38.10	-27.39
	2024.07.03	매수	100,000		

