

S-Oil (010950)

바닥지나는 정제마진, 그러나 제한적인 상단

목표주가 9.7만원, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 9.7만원 유지한다. 최근 정제마진은 5월 저점으로 반등세이고, 석유화학/윤활유도 안정적인 이익 창출하고 있어 24년에도 1.5조원 수준의 영업이익 체력을 이어갈 것으로 예상된다. 그럼에도 현재 주가는 0.8배 내외로 역사적 최저점에 있고, 오히려 유가 및 정제마진이 (-) 기록하던 COVID 당시보다도 더 낮은 수준이다. 여전히 밸류에이션 매력 높은 구간에 있어 투자의견 매수 유지한다.

2Q24 Review: 영업이익 1,607억원(컨센서스 1,663억원 부합)

2분기 영업이익은 1,607억원(-64.6%QoQ)으로 컨센서스 1,663억원 부합했다. 다만, 환율상승으로 순환차손실 -1,522억원 반영되며 당기순이익은 -213억원 적자기록했다.

정유 부문은 재고이익이 소폭 반영되었음에도 휘발유, 등/경유 등 전 제품 가격 약세로 래깅 기준 평균 정제마진이 5.1달러(-6.0달러QoQ) 내외로 BEP 레벨을 소폭 하회함에 따라 -950억원 적자전환하였다. 참고로 금번 분기 반영된 재고손익은 754억원이다.

석유화학 부문 영업이익은 1,099억원(+129.0%QoQ)으로 대폭 증가하며 21년 2분기 이후 약 3년 만에 가장 높은 수준을 달성했는데, 이는 벤젠/PX 스프레드가 개선되었고 PP 적자규모도 축소된 영향이다. 윤활유는 성수기 및 기유 스프레드 호조 지속되면서 전 분기와 유사한 1,458억원(-6.4%QoQ) 수준의 영업이익을 기록하였다.

정제마진 바닥은 지났으나, 상단은 제한적일 듯

통상 2분기는 드라이빙 시즌으로 휘발유 수요 증가하며 스프레드가 확대되는 성수기의 모습을 보인다. 그러나 올해는 성수기가 무색할 만큼 2분기 Dubai 대비 휘발유 마진은 \$13.1로 1Q24 평균 \$17.8 및 2Q23 평균 \$16.5 대비 각각 -4.7\$, -3.4\$ 더 낮았다. 이는 글로벌 최대 수요처 미국 수요는 -2.3%YoY로 부진했던 반면, 정제설비는 91% 상회하며 재고 부담 높아진 영향이다. 22~23년과 상반되게 24년 들어 미국 내 휘발유 재고가 지속적으로 과거 5년 평균에 근접 또는 상회하고 있음이 이를 방증한다.

이와 같은 정제품 재고 증가 추이는 휘발유 뿐 아니라 중간유분, 미국 외 아시아/유럽 등 전 제품 및 글로벌 전 지역에서 동일하게 나타나고 있다<그림5, 9, 10 참고>. 이는 수요가 전반적으로 강하지 않은 상황에서 정제설비 가동률은 높은 레벨을 이어가고 있기 때문으로 파악된다. 실제로 6월 기준 각 지역별 평균 가동률은 미국 93.6%, 아시아 94.5%, 유럽 85.1% 각각 기록하며 연초 이후 가장 높은 레벨에 있는데, 특히 눈에 띄는 지역은 아시아이다. 지난 24년 3월 아시아 주요 6개국들의 평균 정제설비 가동률은 96.9%로 역사적 최고치를 경신했는데, 이는 저렴한 러시아 원유 구매로 원가 경쟁력 높아진 중국/인도 가동률 상향 조정에 기인한다. 유럽 역시 최근 해상운임 상승으로 역외 유입 물량이 감소함에 따라 자체적인 가동률을 상향하고 있는 모습이다.

정제마진은 5월 바닥으로 상승세에 있다(Spot 기준 5월 \$4.0→6월 \$5.9→7월 \$6.5). 이에 3분기 동사 이익 체력은 확실히 QoQ 개선되겠으나, 글로벌 전 지역에 걸친 높은 가동률과 그에 따른 재고 부담으로 그 상단은 제한되겠다. 유가도 10월부터 OPEC+의 실질적 증산 기조 시작되며 상단은 80달러 내외에 그침에 따라 재고손익도 크지 않을 전망이다. 정제마진/유가 상승 동력 부재로 3~4분기 정유부문 이익은 2.0~2.5천억원 내외에 각각 그치는 등 실적 모멘텀은 크지 않다. 최근 과도한 주가 조정으로 충분히 낮아진 밸류에이션 매력에 투자포인트를 두고 접근하는 전략을 추천한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

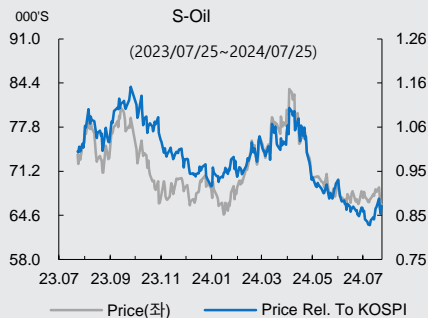
목표주가(12M) **97,000원(유지)**
 증가(2024.07.26) **66,400원**
 상승여력 **46.0%**

Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,660만주
시가총액	7,635십억원
외국인지분율	77.4%
52주 주가	64,700~83,500원
60일평균거래량	232,925주
60일평균거래대금	15.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	-10.5	-2.6	-8.4
상대수익률	2.2	-12.6	-12.0	-13.0

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	35,727	37,374	35,875	33,918
영업이익(십억원)	1,355	1,583	2,131	2,181
순이익(십억원)	949	690	1,142	1,250
EPS(원)	8,137	5,920	9,791	10,722
BPS(원)	77,506	81,538	89,441	98,275
PER(배)		11.2	6.8	6.2
PBR(배)		0.8	0.7	0.7
ROE(%)	10.8	7.4	11.5	11.4
배당수익률(%)		2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA(배)		5.3	3.9	3.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학]

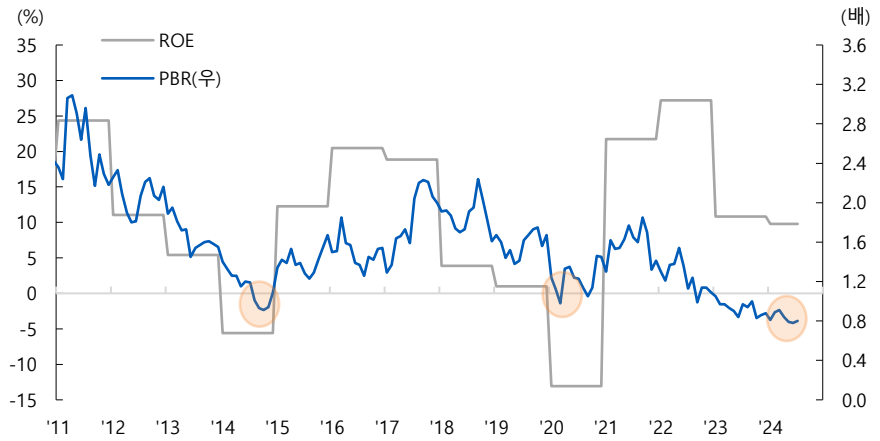
전유진 2122-9193 yujinjn@hi-ib.com

표1. S-OIL 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
합계											
매출액	9,078	7,820	9,000	9,830	9,309	9,571	9,294	9,201	42,446	35,727	37,374
영업이익	516	36	859	-56	454	161	479	490	3,408	1,355	1,583
영업이익률	5.7%	0.5%	9.5%	-0.6%	4.9%	1.7%	5.2%	5.3%	8.0%	3.8%	4.2%
정유											
매출액	7,277	6,000	7,199	7,782	7,445	7,451	7,230	7,335	34,005	28,257	29,461
영업이익	291	-292	666	-311	250	-95	218	246	2,347	353	619
영업이익률	4.0%	-4.9%	9.3%	-4.0%	3.4%	-1.3%	3.0%	3.4%	6.9%	1.3%	2.1%
화학											
매출액	1,039	1,009	1,125	1,212	1,097	1,309	1,259	1,111	5,026	4,385	4,776
영업이익	29	82	45	34	48	110	121	102	-49	191	381
영업이익률	2.8%	8.1%	4.0%	2.8%	4.4%	8.4%	9.6%	9.2%	-1.0%	4.3%	8.0%
윤활유											
매출액	763	811	676	836	767	811	804	756	3,416	3,085	3,137
영업이익	196	247	147	221	156	146	141	141	1,111	811	584
영업이익률	25.7%	30.4%	21.8%	26.4%	20.3%	18.0%	17.5%	18.7%	32.5%	26.3%	18.6%

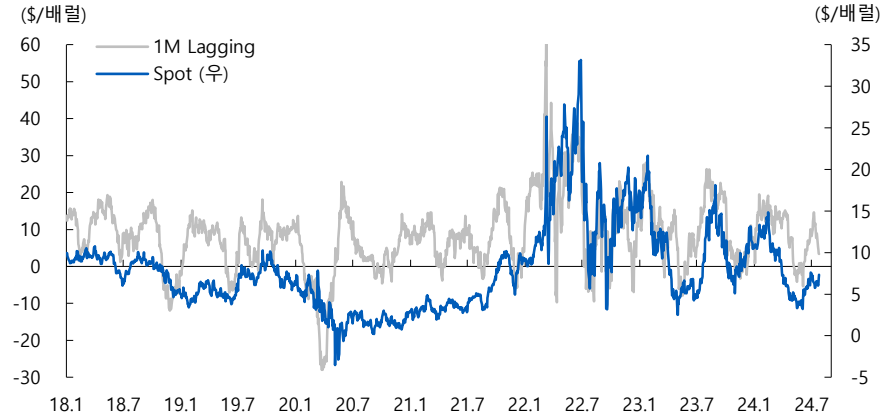
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. S-OIL 2011년 이후 ROE-PBR 밸류에이션 추이



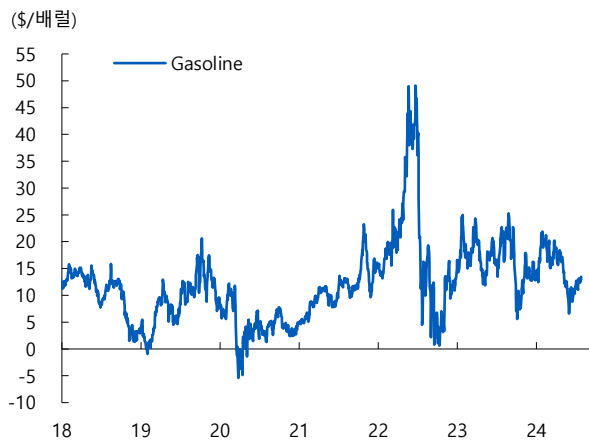
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. 복합정제마진 추이



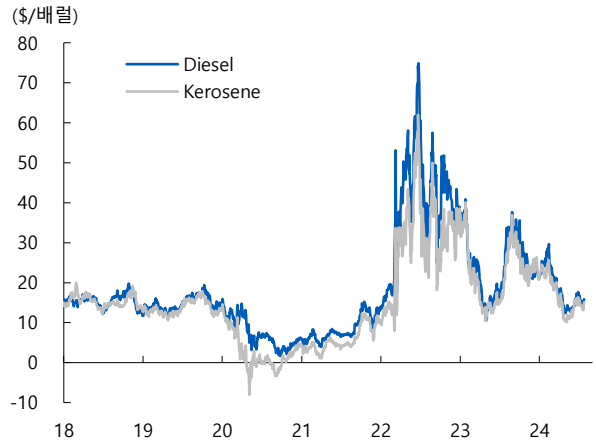
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 휘발유 마진 추이



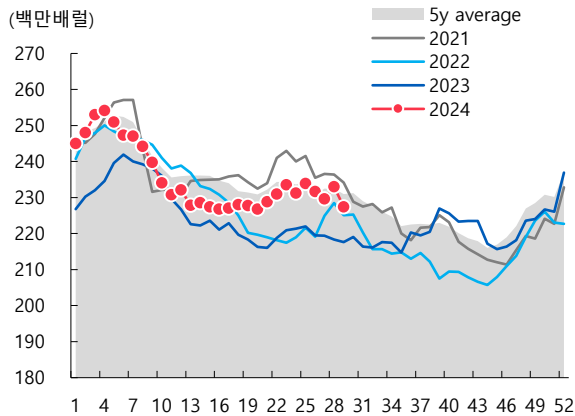
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 등/경유 마진 추이



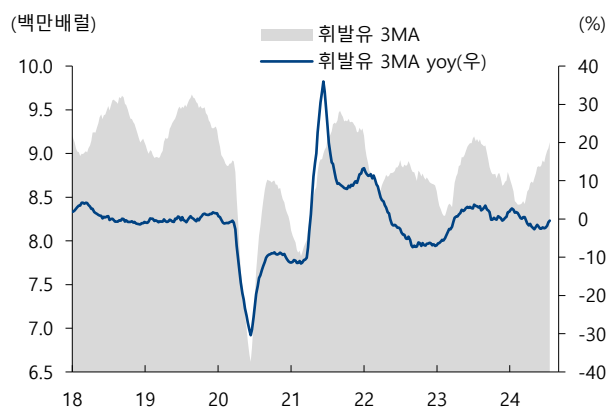
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 미국 휘발유 재고 추이



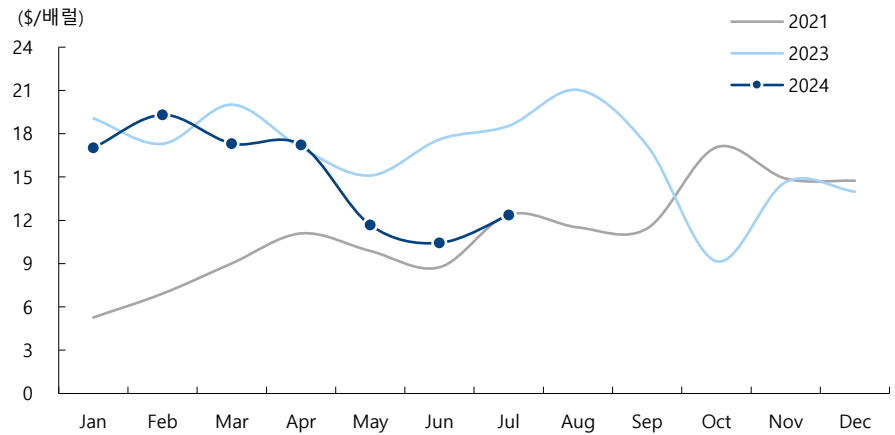
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 미국 휘발유 수요 추이



자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

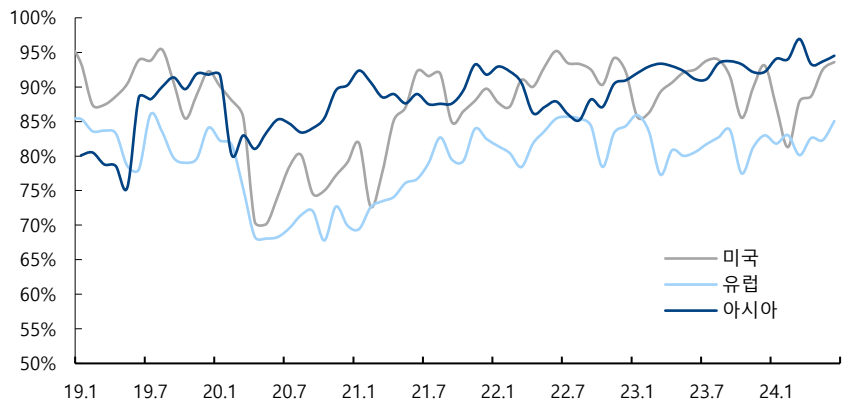
그림7. 2021년 이후 휘발유 스프레드 월별 추이



자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

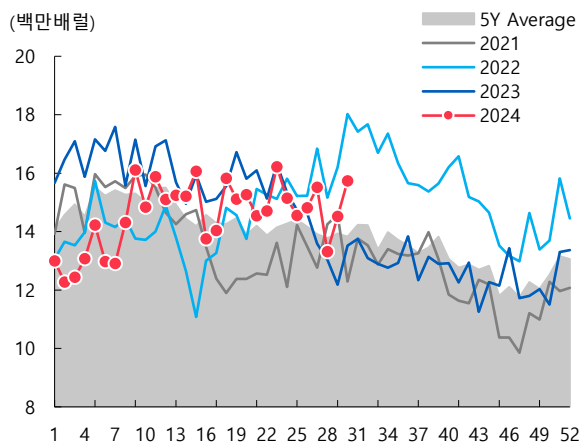
주: 러-우 전쟁 발발로 가격 비정상적으로 급등했던 2022년 수치는 제외하였음

그림8. 미국, 유럽, 아시아 정제설비 가동률 추이



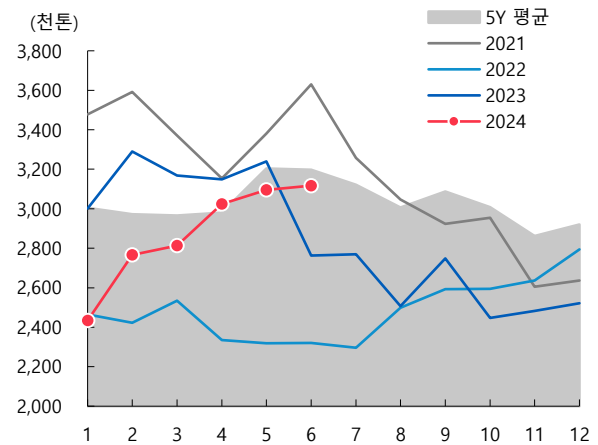
자료: OPEC, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 싱가포르 경질유분 재고 추이



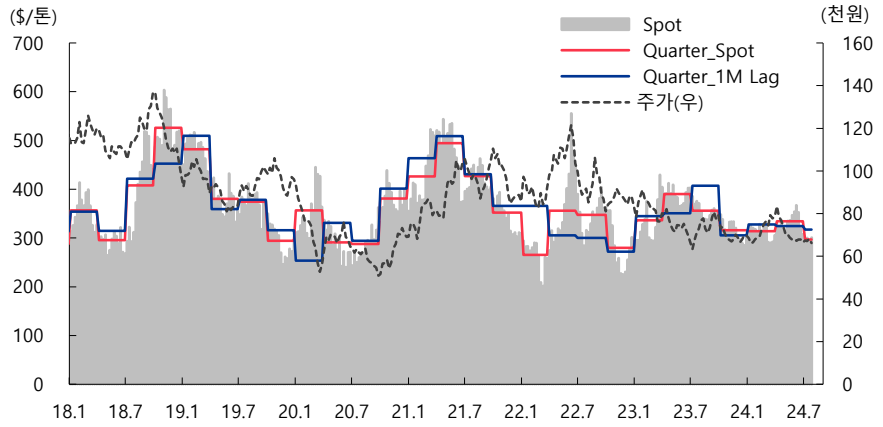
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림10. 유럽 중간유분 재고 추이



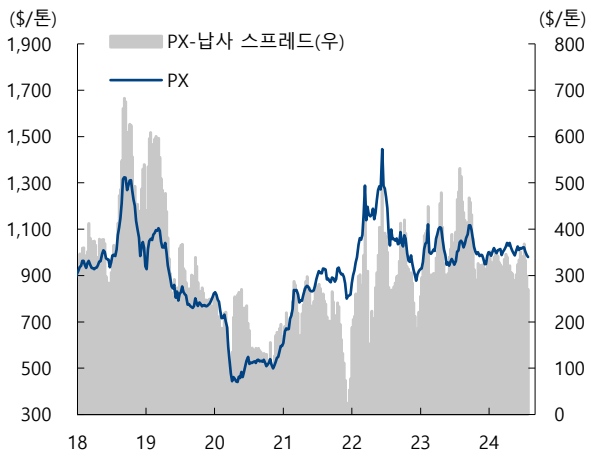
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림11. S-Oil 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



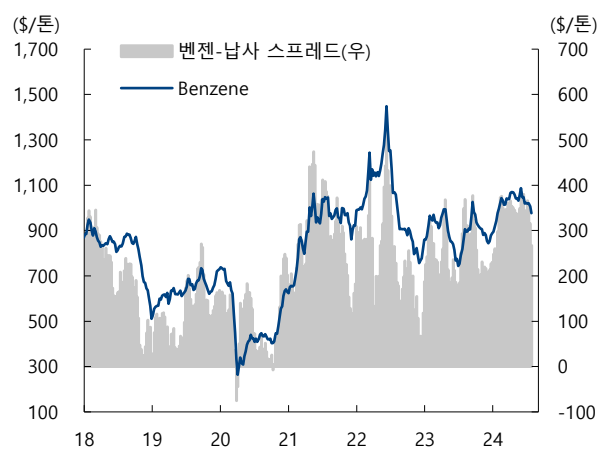
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림12. PX 가격 및 스프레드 추이



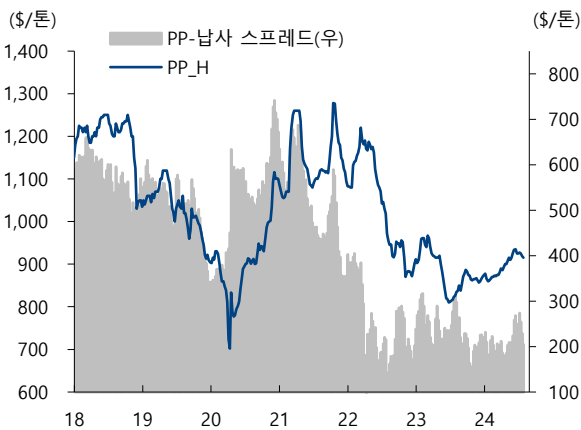
자료: Platts, 하이투자증권 리서치본부

그림13. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, 하이투자증권 리서치본부

그림14. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, 하이투자증권 리서치본부

그림15. PO 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

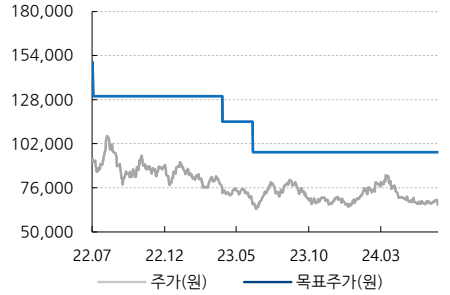
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023E	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,648	10,343	12,097	14,437	매출액	35,727	37,374	35,875	33,918
현금 및 현금성자산	1,963	2,812	4,866	7,596	증가율(%)	-15.8	4.6	-4.0	-5.5
단기금융자산	32	32	33	33	매출원가	33,621	35,058	33,016	31,057
매출채권	3,021	3,022	2,902	2,745	매출총이익	2,106	2,316	2,859	2,861
재고자산	4,639	4,485	4,305	4,070	판매비와관리비	751	733	728	680
비유동자산	11,928	14,354	15,532	16,164	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	11,152	13,580	14,758	15,388	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	116	107	103	98	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	21,576	24,696	27,629	30,601	영업이익	1,355	1,583	2,131	2,181
유동부채	9,255	10,905	12,416	13,857	증가율(%)	-60.2	16.9	34.6	2.4
매입채무	3,989	4,173	4,006	3,788	영업이익률(%)	3.8	4.2	5.9	6.4
단기차입금	2,142	2,942	3,742	4,242	이자수익	56	80	138	215
유동성장기부채	640	640	640	640	이자비용	237	310	363	403
비유동부채	3,284	4,284	4,784	5,284	지분법이익(손실)	2	2	2	2
사채	2,137	2,137	2,137	2,137	기타영업외손익	-24	-264	-226	-199
장기차입금	700	1,700	2,200	2,700	세전계속사업이익	1,132	926	1,532	1,678
부채총계	12,539	15,189	17,200	19,141	법인세비용	183	236	391	428
지배주주지분	9,038	9,508	10,429	11,459	세전계속이익률(%)	3.2	2.5	4.3	4.9
자본금	292	292	292	292	당기순이익	949	690	1,142	1,250
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	순이익률(%)	2.7	1.8	3.2	3.7
이익잉여금	7,380	7,872	8,815	9,868	지배주주귀속 순이익	949	690	1,142	1,250
기타자본항목	35	13	-9	-31	기타포괄이익	-22	-22	-22	-22
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	927	668	1,120	1,228
자본총계	9,038	9,508	10,429	11,459	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E		2023E	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	2,526	2,264	2,771	3,198	주당지표(원)				
당기순이익	949	690	1,142	1,250	EPS	8,137	5,920	9,791	10,722
유형자산감가상각비	711	722	772	770	BPS	77,506	81,538	89,441	98,275
무형자산상각비	8	9	8	7	CFPS	14,305	12,191	16,480	17,385
지분법관련손실(이익)	2	2	2	2	DPS	1,700	1,700	1,700	1,700
투자활동 현금흐름	-2,066	-3,161	-1,963	-1,413	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-2,165	-3,150	-1,950	-1,400	PER		11.2	6.8	6.2
무형자산의 처분(취득)	-2	-1	-3	-3	PBR		0.8	0.7	0.7
금융상품의 증감	-27	-3	-3	-3	PCR		5.4	4.0	3.8
재무활동 현금흐름	193	1,519	1,019	719	EV/EBITDA		5.3	3.9	3.3
단기금융부채의증감	-	800	800	500	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	649	1,000	500	500	ROE	10.8	7.4	11.5	11.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	5.8	6.2	8.1	8.7
배당금지급	-4	-4	-4	-4	부채비율	138.7	159.8	164.9	167.0
현금및현금성자산의증감	653	849	2,054	2,731	순부채비율	40.1	48.1	36.6	18.2
기초현금및현금성자산	1,310	1,963	2,812	4,866	매출채권회전율(x)	11.9	12.4	12.1	12.0
기말현금및현금성자산	1,963	2,812	4,866	7,596	재고자산회전율(x)	7.6	8.2	8.2	8.1

자료 : S-Oil, 하이투자증권 리서치본부

S-Oil 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-07-28	Buy	130,000	-33.8%	-18.1%
2023-04-27	Buy	115,000	-36.6%	-34.3%
2023-06-30	Buy	97,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%