

S-Oil (010950/KS)

실적 방향성 명확, 업사이드 충분

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 105,000 원(상향)
 현재주가: 78,900 원
 상승여력: 33.1%

3Q23 Preview: 급격한 턴어라운드

S-Oil의 3Q23 매출액 10.1조원(-9.1% YoY, +29.3% QoQ), 영업이익 8,037억 원(+57.1% YoY, +2,107.9% QoQ)을 전망한다. 견조한 EM 수요에 더해 OPEC+의 감산에 따른 공급 부족 상황이 이어지며 우호적인 업황이 지속됐고, 정제마진은 전 분기대비 \$12/bbl 이상 개선된 것으로 추정된다. 휘발유 마진 개선에 따라 PX 스프레드 역시 +17.3% QoQ 확대되는 등 주력 제품 스프레드 확대에 따라 S-Oil의 석유화학 부문 또한 +29.1% QoQ의 증익이 예상된다. 유회부문은 타이탄한 수급상황이 지속되며 3Q23에도 OPM 24.5%의 양호한 이익률을 기록할 것으로 전망한다.

2H23 우호적 상황 지속

정제마진은 3Q23 고점으로 4Q23 하향 안정화가 예상된다. 선진국 중심의 수요개선은 불투명한 상황이지만, 여전히 견조한 EM 중심의 다운스트림 수요를 바탕으로 과거 대비 높은 정제마진 레벨을 유지할 전망이다.

인도 8월 자동차 신규등록 대수는 31.5만대로 +6.5% YoY 성장세를 지속 중이며, 휘발유 비중은 1~7월 누적기준 68.4%까지 상승했다. EV 전환이 상대적으로 느린 인도지역 뿐 아니라 중국 역시 상용차 전동화 전환 지연과 더불어 견조한 내연기관 판매량, 항공 수요 회복에 힘입어 23~24년 견조한 다운스트림 수요가 전망된다. 또한, Ural유 Discount의 완화에 따라 중국/인도 지역의 석유제품 공급량 역시 둔화될 것으로 전망되는 상황에서 하반기 우호적 업황은 지속될 것으로 예상된다.



Analyst
김도현

do.kim@sks.co.kr
 3773-9994

Company Data

발행주식수	11,258 만주
시가총액	8,883 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company BV(외7)	63.43%
국민연금공단	7.29%

Stock Data

주가(23/09/20)	78,900 원
KOSPI	2,559.74 pt
52주 최고가	94,900 원
52주 최저가	63,400 원
60일 평균 거래대금	28 십억원

주가 및 상대수익률



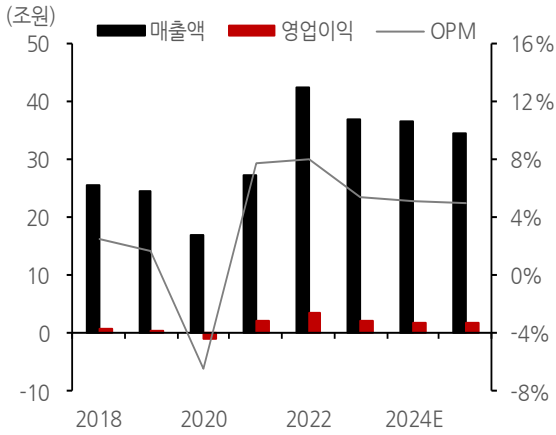
현재 주가 PBR 0.98 배 수준

실적추정치 상향 및 정제마진 등 업황 개선을 반영, 목표주가를 기존 94,000 원에서 105,000 원으로 상향한다. S-Oil은 3Q23 급격한 턴어라운드 이후 4Q23에도 견조한 실적을 이어갈 전망이며, 약세였던 1H23 대비 큰 폭의 실적 개선을 달성할 것으로 예상된다. 최근 주가 상승에도 불구하고 12MF PBR은 0.98 배 수준으로 우호적인 업황임을 고려할 때 매력적인 수준이다. 투자 의견 '매수' 유지한다.

영업실적 및 투자지표

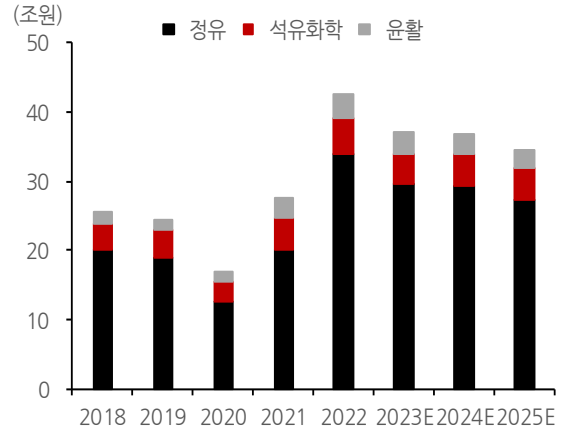
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	16,830	27,464	42,446	37,056	36,723	34,538
영업이익	십억원	-1,099	2,141	3,405	2,023	1,881	1,733
순이익(지배주주)	십억원	-796	1,379	2,104	1,206	1,165	1,005
EPS	원	-6,827	11,822	18,047	10,343	9,990	8,622
PER	배	-10.1	7.2	4.6	7.6	7.9	9.2
PBR	배	1.4	1.4	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	-27.7	4.9	3.3	5.0	5.1	5.2
ROE	%	-13.1	21.8	27.2	13.6	12.0	9.6

S-Oil 실적 추이 및 전망



자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 부문별 매출액 추이 및 전망



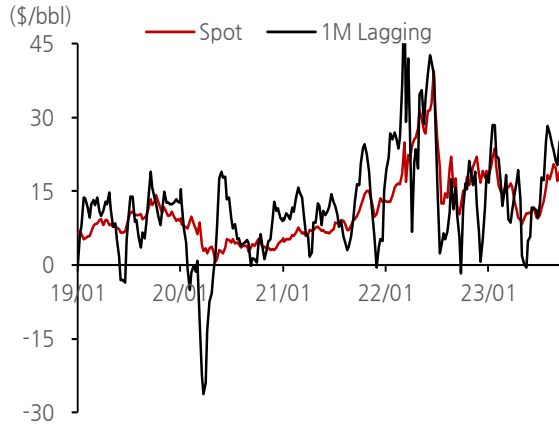
자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 실적추정 Table

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액 (십억원)	9,287	11,442	11,123	10,594	9,078	7,820	10,108	10,051	42,446	37,056	36,723
YoY (%)	73.8%	70.5%	56.3%	27.8%	-2.3%	-31.7%	-9.1%	-5.1%	54.6%	-12.7%	-0.9%
QoQ (%)	12.0%	23.2%	-2.8%	-4.8%	-14.3%	-13.9%	29.3%	-0.6%	-	-	-
정유	7,179	9,252	9,016	8,558	7,277	6,000	8,228	8,174	34,005	29,678	29,330
석유화학	1,366	1,302	1,161	1,196	1,039	1,009	1,140	1,132	5,026	4,320	4,506
유탄	742	888	945	840	763	811	740	745	3,416	3,058	2,886
영업이익 (십억원)	1,332	1,722	512	-158	516	36	804	667	3,408	2,023	1,881
YoY (%)	111.7%	201.6%	-6.9%	적전	-61.3%	-97.9%	57.1%	흑전	59.2%	-40.6%	-7.0%
QoQ (%)	240.4%	29.3%	-70.3%	적전	흑전	-92.9%	2107.9%	-17.0%	-	-	-
정유	1,202	1,445	79	-380	291	-292	517	418	2,347	933	1,029
석유화학	-66	18	56	-57	29	82	106	87	-49	304	274
유탄	195	259	377	280	196	247	181	162	1,110	786	577
영업이익률 (%)	14.3%	15.0%	4.6%	-1.5%	5.7%	0.5%	8.0%	6.6%	8.0%	5.5%	5.1%
정유	16.7%	15.6%	0.9%	-4.4%	4.0%	-4.9%	6.3%	5.1%	6.9%	3.1%	3.5%
석유화학	-4.8%	1.4%	4.8%	-4.8%	2.8%	8.1%	9.3%	7.7%	-1.0%	7.0%	6.1%
유탄	26.3%	29.2%	39.8%	33.3%	25.7%	30.4%	24.5%	21.8%	32.5%	25.7%	20.0%

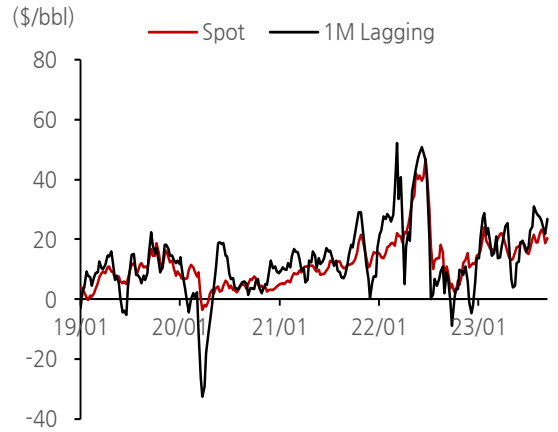
자료: S-Oil, SK 증권

복합정제마진 추이



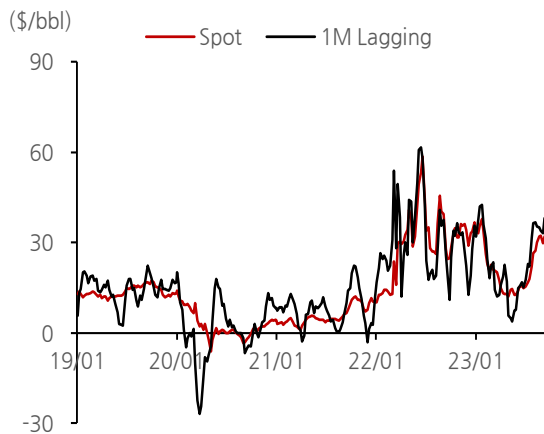
자료: Petronet, SK 증권

휘발유 정제마진 추이



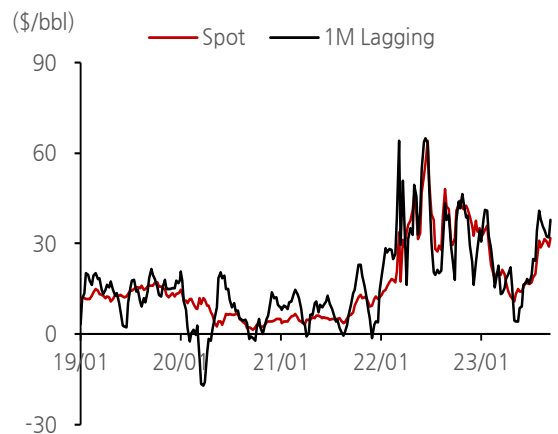
자료: Petronet, SK 증권

등유 정제마진 추이



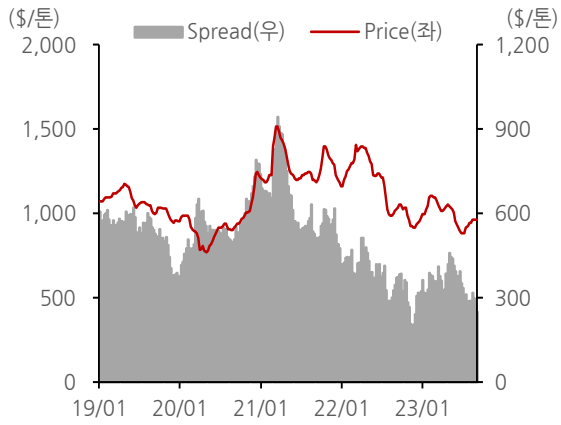
자료: Petronet, SK 증권

경유 정제마진 추이



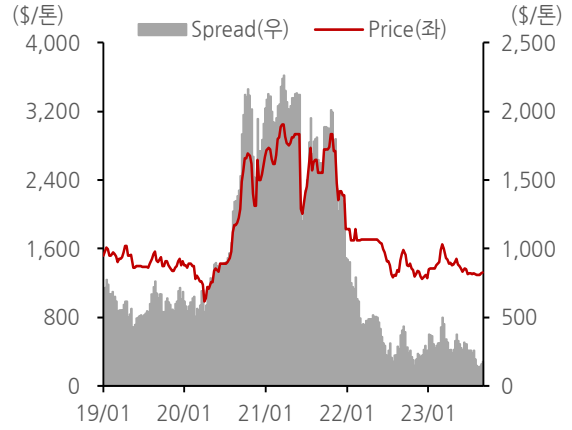
자료: Petronet, SK 증권

PP 가격 및 스프레드 추이



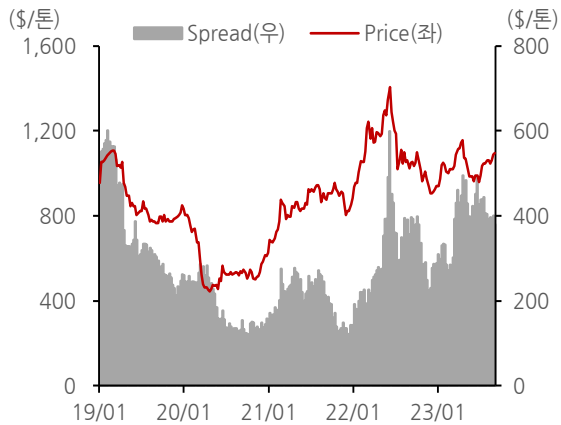
자료: Ciscem, SK 증권

PO 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscem, SK 증권

PX 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscem, SK 증권

납사 가격 추이



자료: Petronet, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,377	9,206	9,075	9,076	9,319
현금및현금성자산	1,946	1,310	1,066	1,254	1,627
매출채권 및 기타채권	2,841	2,964	2,812	2,472	2,378
재고자산	3,545	4,733	4,396	4,646	4,637
비유동자산	10,316	10,407	11,095	11,488	11,899
장기금융자산	140	275	259	239	232
유형자산	9,565	9,588	10,188	10,589	11,006
무형자산	108	106	108	101	95
자산총계	18,693	19,613	20,170	20,564	21,218
유동부채	8,505	8,213	7,811	7,386	7,360
단기금융부채	2,893	2,609	2,853	2,910	2,968
매입채무 및 기타채무	3,567	3,936	4,508	3,963	3,812
단기충당부채	3	3	3	2	2
비유동부채	3,200	2,917	3,042	3,068	3,117
장기금융부채	2,951	2,611	2,752	2,808	2,864
장기매입채무 및 기타채무	41	42	40	41	41
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	11,705	11,130	10,853	10,454	10,476
지배주주지분	6,988	8,483	9,317	10,109	10,742
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	379	379	379
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	5,334	6,829	8,648	9,441	10,073
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,988	8,483	9,317	10,109	10,742
부채외자본총계	18,693	19,613	20,170	20,564	21,218

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,574	1,389	1,321	1,440	1,813
당기순이익(손실)	1,379	2,104	1,206	1,165	1,005
비현금성항목등	1,248	1,634	1,251	1,274	1,250
유형자산감가상각비	644	644	706	773	808
무형자산상각비	8	6	7	7	6
기타	596	984	538	494	436
운전자본감소(증가)	-967	-2,132	-127	-508	-63
매출채권및기타채권의감소(증가)	-772	-386	-306	340	94
재고자산의감소(증가)	-1,391	-1,338	440	-250	9
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,066	221	711	-545	-151
기타	130	-630	-972	-53	-15
법인세납부	-86	-217	-1,009	-490	-379
투자활동현금흐름	210	-740	-1,401	-1,089	-1,180
금융자산의감소(증가)	-3	-2	-201	18	6
유형자산의감소(증가)	-97	-569	-1,283	-1,174	-1,226
무형자산의감소(증가)	-12	-1	-8	0	0
기타	322	-168	91	66	40
재무활동현금흐름	231	-481	34	-386	-390
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-215	57	58
장기금융부채의증가(감소)	459	279	847	55	57
자본의증가(감소)	0	0	-952	0	0
배당금지급	-117	-617	-373	-373	-373
기타	-111	-143	727	-126	-133
현금의 증가(감소)	1,208	-635	-244	188	374
기초현금	737	1,946	1,310	1,066	1,254
기말현금	1,946	1,310	1,066	1,254	1,627
FCF	1,478	820	38	267	588

자료 : S-에, SK증권 추정

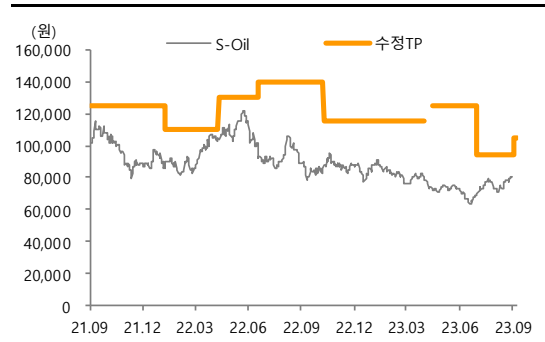
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	27,464	42,446	37,056	36,723	34,538
매출원가	24,695	38,291	34,205	34,076	32,107
매출총이익	2,769	4,155	2,851	2,647	2,431
매출총이익률(%)	10.1	9.8	7.7	7.2	7.0
판매비와 관리비	628	749	828	766	698
영업이익	2,141	3,405	2,023	1,881	1,733
영업이익률(%)	7.8	8.0	5.5	5.1	5.0
비영업손익	-263	-507	-386	-226	-348
순금융손익	-101	-120	-79	-96	-89
외환관련손익	-321	-339	-100	-112	-123
관계기업등 투자손익	2	-0	0	0	0
세전계속사업이익	1,878	2,899	1,637	1,655	1,385
세전계속사업이익률(%)	6.8	6.8	4.4	4.5	4.0
계속사업법인세	499	794	431	490	379
계속사업이익	1,379	2,104	1,206	1,165	1,005
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,379	2,104	1,206	1,165	1,005
순이익률(%)	5.0	5.0	3.3	3.2	2.9
지배주주	1,379	2,104	1,206	1,165	1,005
지배주주귀속 순이익률(%)	5.0	5.0	3.3	3.2	2.9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,422	2,113	1,206	1,165	1,005
지배주주	1,422	2,113	1,206	1,165	1,005
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	2,793	4,055	2,736	2,660	2,547

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	63.2	54.6	-12.7	-0.9	-5.9
영업이익	흑전	59.0	-40.6	-7.0	-7.9
세전계속사업이익	흑전	54.3	-43.5	1.1	-16.3
EBITDA	흑전	45.2	-32.5	-2.8	-4.3
EPS	흑전	52.7	-42.7	-3.4	-13.7
수익성 (%)					
ROA	8.0	11.0	6.1	5.7	4.8
ROE	21.8	27.2	13.6	12.0	9.6
EBITDA마진	10.2	9.6	7.4	7.2	7.4
안정성 (%)					
유동비율	98.5	112.1	116.2	122.9	126.6
부채비율	167.5	131.2	116.5	103.4	97.5
순차입금/자기자본	55.4	43.9	46.8	42.6	37.8
EBITDA/이자비용(배)	25.4	26.8	26.3	21.1	19.2
배당성향	32.1	30.4	30.9	32.0	37.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,822	18,047	10,343	9,990	8,622
BPS	59,945	72,770	79,919	86,714	92,140
CFPS	17,412	23,620	16,456	16,672	15,601
주당 현금배당금	3,800	5,500	3,200	3,200	3,200
Valuation지표 (배)					
PER	7.2	4.6	7.6	7.9	9.2
PBR	1.4	1.1	1.0	0.9	0.9
PCR	4.9	3.5	4.8	4.7	5.1
EV/EBITDA	4.9	3.3	5.0	5.1	5.2
배당수익률	4.4	6.6	4.0	4.0	4.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.09.21	매수	105,000원	6개월		
2023.07.20	매수	94,000원	6개월	-19.65%	-14.15%
2023.05.03	매수	125,000원	6개월	-43.16%	-39.52%
2022.10.28	매수	115,000원	6개월	-27.09%	-17.48%
2022.07.06	매수	140,000원	6개월	-35.36%	-23.93%
2022.04.29	매수	130,000원	6개월	-15.43%	-6.54%
2022.01.28	매수	110,000원	6개월	-15.25%	-2.27%
2021.07.28	매수	125,000원	6개월	-23.57%	-8.00%



Compliance Notice

작성자(김도현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 09월 21일 기준)

매수	94.62%	중립	5.38%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------