

## 1) S-Oil: 24년 견조한 실적 지속

투자 의견: 매수(유지)  
T.P: 105,000 원(유지)  
Upside: 56.9%

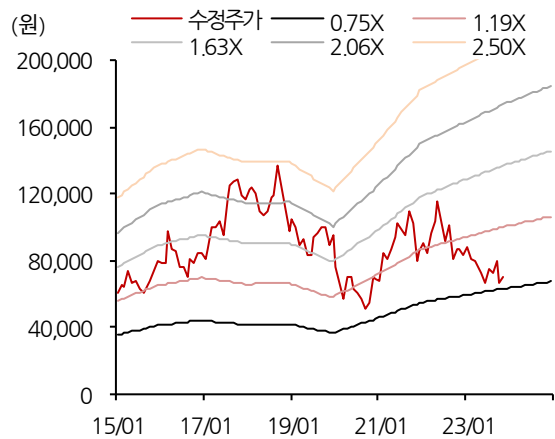
- > 24년 연간 매출액 33.2조원(-18.7% YoY), 영업이익 1.7조원(-6.2% YoY, OPM 5.2%)로 23년 대비 하향 안정화될 정제마진 및 윤활 Spread를 반영, 연간 영업이익 감익 예상
- > 정유부문은 영업이익 8,548억원(-5.4% YoY) 전망. 24년 정제마진 하향 안정화에 따른 감익, 23년 대비 변동성 축소에 따른 재고관련손실 규모 축소 예상
- > 석유화학부문은 스프레드 점진적 회복에 따른 증익이 윤활부문의 경우 윤활 Spread 하락에 따른 감익 예상
- > 24년 에너지 업황은 Downside Risk 부각 되겠지만, 하단은 견고하게 지속될 것. 23년 대비 정제마진은 하향 안정화 되겠지만, 21년도 평균 \$9.1/bbl 대비 높은 정제마진 유지하며 우호적 업황 전개될 것으로 예상
- > S-Oil의 12MFPBRO.7배, 역사적 하단에 위치. 24년 에너지 수요 우려는 점진적으로 해소될 것. 업사이드 유효

S-Oil 실적추정치 변경 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	37,056	36,723	34,496	33,224	34,805	34,825	-0.9%	-4.6%
영업이익 (십억원)	2,023	1,881	1,844	1,729	1,589	2,011	16.0%	-14.0%
순이익 (십억원)	1,206	1,165	1,078	1,057	960	1,315	12.2%	-19.6%

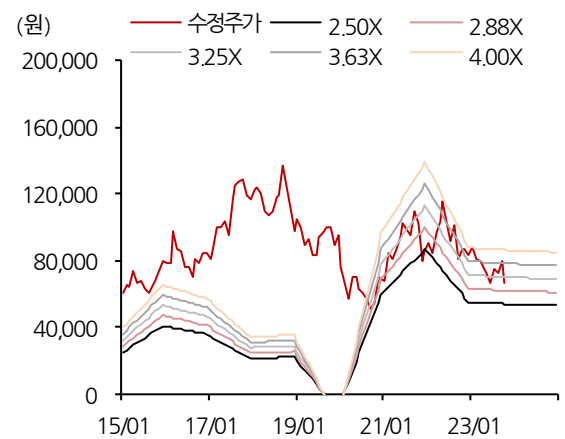
자료: S-Oil, SK증권

S-Oil PBR Band Chart



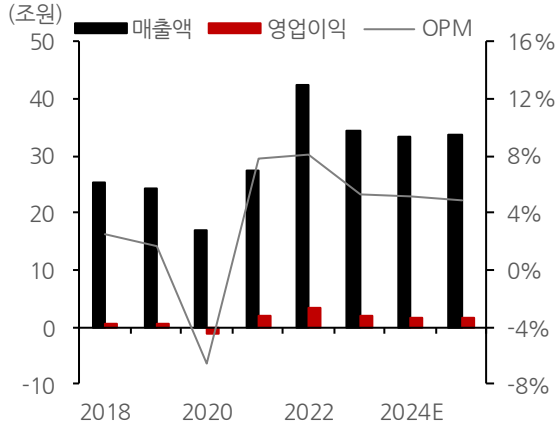
자료: FnGuide, SK증권

S-Oil EV/EBITDA Band Chart



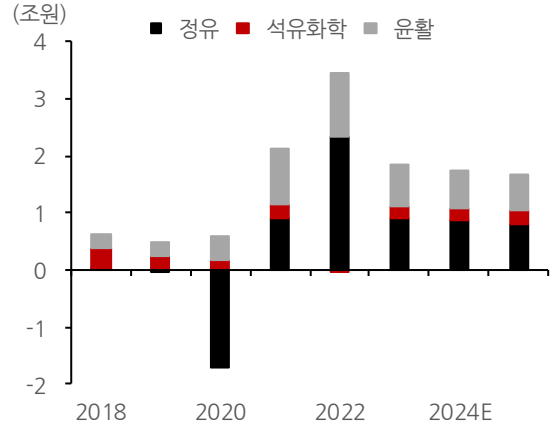
자료: FnGuide, SK증권

## S-Oil 실적 추이 및 전망



자료: S-Oil, SK 증권

## S-Oil 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: S-Oil, SK 증권

## S-Oil 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
<b>매출액 (십억원)</b>	<b>9,078</b>	<b>7,820</b>	<b>9,142</b>	<b>8,457</b>	<b>8,121</b>	<b>8,005</b>	<b>8,449</b>	<b>8,649</b>	<b>42,446</b>	<b>34,497</b>	<b>33,224</b>
YoY (%)	-2.3%	-31.7%	-17.8%	-20.2%	-10.5%	2.4%	-7.6%	2.3%	54.6%	-18.7%	-3.7%
QoQ (%)	-14.3%	-13.9%	16.9%	-7.5%	-4.0%	-1.4%	5.6%	2.4%	-	-	-
정유	7,277	6,000	7,199	6,584	6,326	6,243	6,643	6,817	34,005	27,060	26,028
석유화학	1,039	1,009	1,125	1,193	1,143	1,119	1,126	1,134	5,026	4,365	4,522
윤활	763	811	818	680	652	643	680	698	3,416	3,071	2,673
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>516</b>	<b>36</b>	<b>859</b>	<b>433</b>	<b>310</b>	<b>358</b>	<b>564</b>	<b>496</b>	<b>3,408</b>	<b>1,844</b>	<b>1,729</b>
YoY (%)	-61.3%	-97.9%	67.8%	흑전	-39.8%	883.3%	-34.3%	14.8%	59.2%	-45.9%	-6.2%
QoQ (%)	흑전	-92.9%	2259.3%	-49.6%	-28.3%	15.4%	57.7%	-12.0%	-	-	-
정유	291	-292	666	239	118	154	319	263	2,347	904	855
석유화학	29	82	45	52	50	53	65	56	-49	209	224
윤활	196	247	147	141	142	151	180	177	1,110	731	650
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>5.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>9.4%</b>	<b>5.1%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.5%</b>	<b>6.7%</b>	<b>5.7%</b>	<b>8.0%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.2%</b>
정유	4.0%	-4.9%	9.3%	3.6%	1.9%	2.5%	4.8%	3.9%	6.9%	3.3%	3.3%
석유화학	2.8%	8.1%	4.0%	4.4%	4.4%	4.7%	5.8%	4.9%	-1.0%	4.8%	5.0%
윤활	25.7%	30.4%	18.0%	20.8%	21.8%	23.4%	26.5%	25.3%	32.5%	23.8%	24.3%

자료: S-Oil, SK 증권

### 재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	8,377	9,206	8,198	8,752	8,914
현금및현금성자산	1,946	1,310	1,459	1,095	1,440
매출채권 및 기타채권	2,841	2,964	2,366	2,420	2,310
재고자산	3,545	4,733	3,699	4,548	4,505
<b>비유동자산</b>	10,316	10,407	11,059	11,484	11,894
장기금융자산	140	275	229	235	228
유형자산	9,565	9,588	10,188	10,589	11,006
무형자산	108	106	108	101	95
<b>자산총계</b>	18,693	19,613	19,257	20,236	20,808
<b>유동부채</b>	8,505	8,213	7,066	7,299	7,247
단기금융부채	2,893	2,609	2,853	2,910	2,968
매입채무 및 기타채무	3,567	3,936	3,794	3,880	3,704
단기충당부채	3	3	2	2	2
<b>비유동부채</b>	3,200	2,917	3,003	3,064	3,111
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
<b>부채총계</b>	11,705	11,130	10,068	10,363	10,358
<b>지배주주지분</b>	6,988	8,483	9,189	9,873	10,450
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	8,520	9,204	9,781
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	6,988	8,483	9,189	9,873	10,450
<b>부채와자본총계</b>	18,693	19,613	19,257	20,236	20,808

### 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,574	1,389	1,547	1,034	1,783
당기순이익(손실)	1,379	2,104	1,078	1,057	949
비현금성항목등	1,248	1,634	1,199	1,230	1,233
유형자산감가상각비	644	644	706	773	808
무형자산상각비	8	6	7	7	6
기타	596	984	487	451	419
운전자본감소(증가)	-967	-2,132	231	-808	-41
매출채권및기타채권의감소(증가)	-772	-386	140	-54	110
재고자산의감소(증가)	-1,391	-1,338	1,137	-849	43
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,066	221	-3	86	-176
기타	130	-630	-1,042	8	-17
법인세납부	-86	-217	-962	-444	-358
<b>투자활동현금흐름</b>	210	-740	-1,333	-1,147	-1,182
금융자산의감소(증가)	-3	-2	-173	-6	7
유형자산의감소(증가)	-97	-569	-1,283	-1,174	-1,226
무형자산의감소(증가)	-12	-1	-8	0	0
기타	322	-168	132	32	37
<b>재무활동현금흐름</b>	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	149	-364	345
기초현금	737	1,946	1,310	1,459	1,095
기말현금	1,946	1,310	1,459	1,095	1,440
FCF	1,478	820	263	-139	558

자료 : S-Oil, SK증권 추정

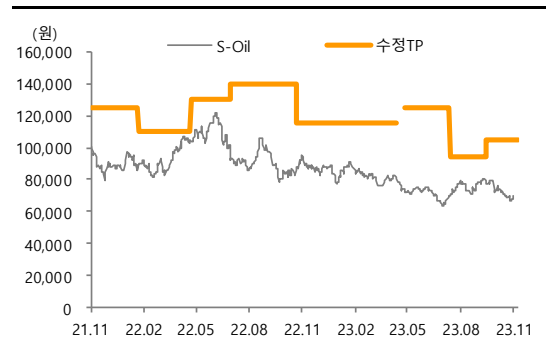
### 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	27,464	42,446	34,496	33,224	33,615
<b>매출원가</b>	24,695	38,291	31,887	30,801	31,277
<b>매출총이익</b>	2,769	4,155	2,609	2,423	2,339
매출총이익률(%)	10.1	9.8	7.6	7.3	7.0
<b>판매비와 관리비</b>	628	749	765	694	679
<b>영업이익</b>	2,141	3,405	1,844	1,729	1,660
영업이익률(%)	7.8	8.0	5.3	5.2	4.9
<b>비영업손익</b>	-263	-507	-382	-228	-352
순금융손익	-101	-120	-75	-98	-93
외환관련손익	-321	-339	-100	-112	-123
관계기업등 투자손익	2	-0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	1,878	2,899	1,462	1,502	1,308
세전계속사업이익률(%)	6.8	6.8	4.2	4.5	3.9
<b>계속사업법인세</b>	499	794	384	444	358
<b>계속사업이익</b>	1,379	2,104	1,078	1,057	949
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,379	2,104	1,078	1,057	949
순이익률(%)	5.0	5.0	3.1	3.2	2.8
<b>지배주주</b>	1,379	2,104	1,078	1,057	949
지배주주귀속 순이익률(%)	5.0	5.0	3.1	3.2	2.8
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	1,422	2,113	1,078	1,057	949
<b>지배주주</b>	1,422	2,113	1,078	1,057	949
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	2,793	4,055	2,556	2,508	2,473

### 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	63.2	54.6	-18.7	-3.7	1.2
영업이익	흑전	59.0	-45.9	-6.2	-4.0
세전계속사업이익	흑전	54.3	-49.6	2.7	-12.9
EBITDA	흑전	45.2	-37.0	-1.9	-1.4
EPS	흑전	52.7	-48.8	-1.9	-10.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	8.0	11.0	5.5	5.4	4.6
ROE	21.8	27.2	12.2	11.1	9.3
EBITDA마진	10.2	9.6	7.4	7.5	7.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	98.5	112.1	116.0	119.9	123.0
부채비율	167.5	131.2	109.6	105.0	99.1
순차입금/자기자본	55.4	43.9	43.5	45.3	40.7
EBITDA/이자비용(배)	25.4	26.8	24.6	19.9	18.7
배당성향	32.1	30.4	34.6	35.3	39.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	11,822	18,047	9,243	9,065	8,143
BPS	59,945	72,770	78,819	84,689	89,635
CFPS	17,412	23,620	15,356	15,747	15,121
주당 현금배당금	3,800	5,500	3,200	3,200	3,200
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	7.2	4.6	7.5	7.7	8.6
PBR	1.4	1.1	0.9	0.8	0.8
PCR	4.9	3.5	4.5	4.4	4.6
EV/EBITDA	4.9	3.3	5.2	5.5	5.5
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	-19.46%	-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 11월 13일 기준)

매수	93.55%	중립	6.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------